بسم الله الرحمن الرحيم



جامعة اليرموك
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم العلوم المالية والمصرفية

أثر عرض النقود على بورصة عمان: دراسة قياسية (١٩٧٨- ٢٠٠٦)

The Effect of Money Supply on Amman Stock Exchange Performance: An Econometric study (1978- 2006)

إعداد

محمد إبراهيم ملاوي الرباع

إشراف الأستاذ الدكتور

رياض المومني

٢٠٠٨م

بسم الله الرحمن الرحيم

جامعة اليرموك
كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية
قسم العلوم المالية والمصرفية

أثر عرض النقود على بورصة عمان: دراسة قياسية (1978- 2006)

The Effect of Money Supply on Amman Stock Exchange Performance: An Econometric study (1978- 2006)

إعداد

محمد إبراهيم ملاوي الرباع

بكالوريوس اقتصاد- جامعة اليرموك- 1986

قدمت هذه الدراسة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في العلوم المالية والمصرفية
جامعة اليرموك

لجنة المناقشة		التوقيع
الأستاذ الدكتور رياض المومني	مشرفا رئيسا	....
الأستاذ الدكتور وليد حميدات	عضوا	....
الأستاذ الدكتور علي المقابله	عضوا	....
الدكتور محمد محمود العجلوني	عضوا	....

2008م

الشكر والتقدير

أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى الأستاذ الدكتور رياض المومني على جهده المتواصل في الإرشاد والتوجيه، والذي كان له الفضل الأكبر في إبراز هذا العمل إلى حيز الوجود.

كما وأتقدم بالشكر أيضا إلى أساتذتي الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة، الأستاذ الدكتور وليد حميدات والأستاذ الدكتور علي المقابله والدكتور محمد العجلوني على تفضلهم بمناقشة هذه الرسالة، وعلى ما قدموه من توجيهات في تصويب هذا العمل.

محمد إبراهيم ملاوي الرباع

فهرس المحتويات

الفصل الثالث: سوق عمان للأوراق المالية

الفصل الرابع: التحليل القياسي

الفصل الخامس: النتائج والتوصيات

فهرس الجداول

فهرس الأشكال

فهرس الاختصارات

ASE	:	Amman Stock Exchange
ADF	:	Augmented Dickey Fuller
CPI	:	Consumer Price Index
IP	:	Industrial Production Index
IRF	:	Impulse Response Function
LR	:	Likelihood Ratio
M1	:	Narrow Money Supply
M2	:	Broad Money Supply
OTC	:	Over The Counter
$S\ \&\ P_{500}$	:	Standard And Poor 500
SEC	:	Securities And Exchange Commission
SPI	:	Stock Price Index
TR	:	Turnover Ratio
VECM	:	Vector Error Correction Model
VT	:	Value Of Trade Size
VAR	:	Vector Autoregression

الملخص

الرباع، محمد إبراهيم، أثر عرض النقود على أداء بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة اليرموك، ٢٠٠٨، (إشراف الأستاذ الدكتور: رياض المومني).

نظرا لوجود إختلاف في تفسير أثر عرض النقود على أسواق الأسهم في كل من نظرية محافظ الاستثمار المالية والصيغة شبة القوية لكفاءة الأسواق، هدفت هذه الدراسة للوقوف على طبيعة واتجاه العلاقة فيما بين عرض النقود وكلا من أسعار الأسهم وحجم التداول ومعدل دوران السهم في بورصة عمان للفترة ١٩٧٨- ٢٠٠٦م.

تكمن أهمية الدراسة في اختبارها لمدى استقرارية المتغيرات المستخدمة في السلاسل الزمنية عبر مرور الزمن من خلال تطبيقها لنموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، وكذلك في إدخالها لمتغير تابع جديد في البورصة وهو معدل دوران الأسهم.

توصلت الدراسة لوجود علاقة ايجابية قصيرة الأجل فيما بين عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) من جهة ومتغيرات البورصة المستهدفة من جهة أخرى. ونظرا لاستجابة أسعار الأسهم لمتغير عرض النقود بهذه الصورة فإنه يمكن الاستنتاج بإمكانية استخدام معلومات عرض النقود من قبل بعض المستثمرين من أجل تحقيق عوائد غير عادية، مما يشير إلى عدم كفاءة بورصة عمان على مستوى الصيغة شبة القوية لكفاءة الأسواق.

توصي الدراسة بإيلاء السياسة النقدية الأهمية اللازمة من قبل صانعيها، بحيث يأخذوا الآثار الناجمة عن التغيرات في عرض النقود على أداء بورصة عمان بعين الاعتبار عند صياغتهم لأية قرارات نقدية وبما يتماشى مع تقدم وتطور أداء السوق.

الكلمات المفتاحيه: عرض النقود، الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حجم التداول، معدل دوران الأسهم، نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR).

الفصـــل الأول

المقدمة والمنهجية

١- ١ تمهيد:

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في اقتصاديات البلدان، وأصبحت ركيزة أساسية من ركائز الاقتصاد، لما تقوم به من دور هام وبارز في استغلال مدخرات ورؤوس الأموال الفائضة لدى الأفراد والمؤسسات المختلفة التي تقوم بعمليات الادخار، ومن ثم استثمار هذه الأموال بمشاريع منتجة، وبذلك فهي تعتبر حلقة الوصل ما بين القطاعات التي تتمتع بالفائض من الأموال والقطاعات ذات العجز، وبالتالي فهي بمثابة مصدر تمويلي رئيسي للقطاعين العام والخاص، الأمر الذي جلب الاهتمام المتزايد في العديد من دول العالم بهذه الأسواق.

تتأثر الأسواق المالية بمؤسساتها المختلفة وأدواتها المتباينة بالتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، لكونها تشكل صلة الربط ما بين الوحدات المختلفة للاقتصاد القومي، فهي تستجيب لتطورات النشاط الاقتصادي، من زيادة طلب على الأموال ومن تطورات تكنولوجية، وتغير في البنية القانونية والاجتماعية، وبطبيعة المنافسة داخل السوق نفسه وعلاقته بالأسواق الأخرى. كما وتمتاز أسواق الأسهم بالذات بحساسيتها العالية للمتغيرات الاقتصادية، كالنمو في الإنتاج القومي، والإنتاج الصناعي، وعرض النقود، والتضخم، والبطالة، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، بالإضافة للأرباح التي تحققها الشركة نفسها، ويتفاوت تأثير هذه المتغيرات على أسواق الأسهم فمنها ما يؤثر إيجابا على تلك الأسواق ومنها ما يؤثر سلبا عليها.

ومن جهة أخرى فإن أسعار الأوراق المالية تستجيب لعوامل أخرى كالظروف السياسية والاقتصادية العامة في المنطقة، فبالإضافة لكونها تتأثر بالأحداث والأزمات السياسية، فهي تتأثر بمعدلات الضريبة على الدخل وعلى أرباح الأوراق المالية، وكذلك بالمؤشرات الاقتصادية التي

تعكس مدى صحة التكهنات والتوقعات في السوق، كحالة الإعلان عن ميزانية مالية ضـخمة أو نهج استثماري طموح أو ضخ أموال إضافية للسوق، فضلا عن العوامل النفـسية للمـستثمرين أنفسهم وثقتهم في تلك الأسواق وما يؤثر ذلك على أسعار الأوراق المالية في تلك الأسواق وعلى كيفية التعامل مع تحركاتها (عبد جاسم، ٢٠٠٦).

جلب حدوث تأرجحات سريعة ومتزايدة في أسعار الأسهم والأصول الأخرى في أمـاكن مختلفة من العالم إنتباه العديد من الاقتصاديين (أمثـال (Sellen, 2001)، و (Bernanke & Kuttner, 2005)، و(Corrado & Jordan, 2005)، و(Bordo & Wheelock, 2004)، و(Chen, 2005)، و(Ioannidis & Kontonikas, 2006) وغيرهم) لدراسة وتحليل هـذه الظاهرة، حيث قام بعضهم بربط هذه التأرجحات في أسعار الأسهم والأصول بالسياسة النقديـة، محاولين إثبات أن السياسة النقدية التوسعية هي المسؤولة عن الانتعاشات فـي أسـعار الأوراق المالية، بينما السياسة النقدية الانكماشية فهي المسؤولة عن الانخفاضات في أسعارها.

١- ٢ مشكلة الدراسة:

على الرغم من أن البنوك المركزية تستخدم السياسة النقدية باستمرار من أجـل إحـداث مستويات مرغوبة من التغيرات في النشاطات الحقيقية في الاقتصاد، ومن أجل تحقيق الاستقرار النقدي ومعالجة العديد من القضايا الاقتصادية، إلا أنه من المعتقد أن لهذه التغيرات المتكررة في السياسة النقدية تأثير على أسواق الأسهم. ويمكن النظر لتأثير عرض النقود على أسواق الأسهم من وجهتي نظر اقتصاديتين مختلفتين، الأولى هي فرضية محافظ الاستثمار النقدية، أما الثانيـة فهي الصيغة شبة القوية لكفاءة الأسواق، فبينما ترى الأولى أن زيادة عرض النقود تؤثر إيجابا على أسعار الأسهم، بحيث يمكن استخدام معلومات عرض النقود من قبل أي مستثمر في تحقيق أرباح غير عادية لمدة طويلة وبصورة متباطئة، تفترض الثانية أنه لا علاقة بين عرض النقود

وأسعار الأسهم، وأن تأثير عرض النقود يكون آنيا على أسعار الأسهم، وبالتالي فإنه لا يمكن لمستثمر من أن يحقق أرباحا غير عادية على المدى الطويل عن طريق استخدامه لمعلومات عن ذلك المتغير، ومن هنا تبرز مشكلة الدراسة والمتمثلة بمعرفة طبيعة واتجاه العلاقة بين عرض النقود وكلا من أسعار الأسهم وحجم التداول ومعدل دوران الأسهم في بورصة عمان.

١ – ٣ أهداف الدراسة:

تتمحور أهداف الدراسة فيما يلي:

١. الاطلاع على أداء بورصة عمان من بعض الجوانب، من خلال طرح بعض المفاهيم الأساسية التي تم استخدامها كمتغيرات تابعة في الدراسة بعد أن تم التعرف على مدلولاتها، وهي أسعار الأسهم وأحجام التداول ومعدلات دوران الأسهم، والتي تعتبر من بين أهم المؤشرات لأداء البورصة.
٢. استقصاء أثر زيادة أو تخفيض الكمية المعروضة من النقود على أداء بورصة عمان، وبيان انعكاسات ذلك على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في تلك البورصة خلال الفترة ١٩٧٨ – ٢٠٠٦م.
٣. الحكم على كفاءة بورصة عمان في ظل الصيغة شبة القوية، من خلال مدى انعكاس المعلومات المتوفرة عن عرض النقود في أسعار أسهم تلك البورصة، حيث يعتبر السوق كفؤ إذا ما تم استخدام كافة المعلومات المتاحة في تقييم الأسهم، بحيث لا يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية لمدة طويلة باستحدام معلومات عرض النقود.

١ – ٤ أهمية الدراسة:

- تكمن أهمية الدراسة في اختبارها لمدى استقرارية المتغيرات المستخدمة، وذلك من خلال تطبيقها لنموذج متجه الانحدار الذاتي للتخلص من مشكلة الانحدار الزائف في تحليل السلاسل

الزمنية التي يمكن لها أن تظهر في النماذج القياسية الأخرى، كطريقة المربعات الصغرى العادية ونموذج الانحدار المتعدد، والتي طبقت في الدراسات المحلية السابقة ولم يتم التأكد من استقرارية المتغيرات فيها، مما يمكننا من الوصول إلى نتائج أدق لما يتمتع به النموذج المستخدم من أهمية في معالجة المتغيرات والوقوف على طبيعة واتجاه العلاقة فيما بينها، كما يتيح المجال للتعرف على السلوك الديناميكي الناشئ لكل متغير نتيجة تغير متغير آخر بمقدار انحراف معياري واحد، ويفسر كذلك كيفية انتقال ذلك التغير إلى بقية المتغيرات الأخرى.

- ومما يزيد من أهمية الدراسة هو إدخالها لمتغير جديد لم يتم التطرق له من قبل جميع الدراسات السابقة الأجنبية منها والمحلية وهو معدل دوران السهم، لما لهذا المتغير من أهمية في قياس نشاط الأسواق المالية وحركتها، إضافة لأهميته من وجهة نظر المستثمر كونه يرتبط بعلاقة طردية مع درجة سيولة السهم.

١- ٥ فرضيات الدراسة:

تفترض الدراسة وجود علاقة ايجابية ذات دلالة إحصائية في تأثير زيادة الكمية المعروضة من النقود على كل من أسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران السهم في بورصة عمان .

١- ٦ مجتمع الدراسة:

يتلخص مجتمع الدراسة في الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان المالي وفي كل سنة من سنوات الدراسة الممتدة من عام ١٩٧٨ ولغاية ٢٠٠٦ شاملا جميع القطاعات الاقتصادية في الأردن والمتمثلة في قطاع البنوك، وقطاع التأمين، وقطاع الصناعة، وأخيرا قطاع الخدمات، حيث تم اختيار البيانات الضرورية وفقا لما تتطلبه الدراسة، سواء البيانات المتعلقة بالمتغيرات التابعة أو المتعلقة بالمتغيرات المستقلة، وكذلك تم اختيار المؤشر السنوي

العام لأسعار الأسهم ليمثل سعر السهم في تلك السنوات، وبنفس الأسلوب بالنسبة لحجم التداول ومعدل دوران السهم أيضا.

١ – ٧ مصادر البيانات:

بناءا على ما تقدم في البند السابق، تم استخدام بيانات إحصائية سنوية من قبل الباحث خلال الفترة ١٩٧٨ – ٢٠٠٦ لكلا المتغيرات التابعة والمستقلة التي تم الحصول عليها من إصدارات ونشرات إحصائية مختلفة من قبل البنك المركزي الأردني وسوق عمان للأوراق المالية بالإضافة للدوريات والتقارير والرسائل الجامعية ذات الصلة بالموضوع.

١ – ٨ نموذج الدراسة والأسلوب الإحصائي المستخدم:

لقد استخدمنا نموذج متجه الانحدار الذاتي Vector Auto Regression (VAR). ومن الجدير بالذكر أن الدراسة اهتمت بتحليلات واسعة ومختلفة أيضا ترتبت على استخدام هذا النموذج، حيث تم إجراء اختبار جذر الوحدة لبيان الخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية للمتغيرات، لمعرفة مدى سكونها وتلافي مشكلة الانحدار الزائف. ثم تم إجراء اختبار السببية لبيان اتجاه العلاقة فيما بين متغيرات الدراسة. وكذلك تم إجراء اختبار التكامل المشترك للتأكد من طبيعة العلاقة فيما بين المتغيرات التابعة والمستقلة، وللتحقق من مساهمة عرض النقود في تفسير التغير في تباين المتغيرات الثلاثة التابعة، سواء في الفترة قصيرة الأجل أم طويلة الأجل، تم العمل على تحليل التباين للعلاقة فيما بين المتغيرات. ولفحص كيفية استجابة المتغيرات للتغير في الصدمات التي تحدث على النظام تم احتساب دوال الاستجابة لبيان مدى استجابة المتغيرات لتلك الصدمات.

١ – ٩ منهجية الدراسة وتسلسلها:

اعتمدت الدراسة على أسلوبين هما الوصفي التحليلي والقياسي الإحصائي، حيث يقدم الجانب الأول البيانات التي تم جمعها من قبل الباحث لجميع المتغيرات المستخدمة خلال فترة الدراسة، بينما يقوم الجانب الثاني على تحليل بيانات الجانب الأول عن طريق استخدام نموذج قياسي إحصائي معد لمثل هذه الغايات، يعرف باسم نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR)، ليتم إدراك مدى تأثر المتغيرات التابعة بالمتغيرات المستقلة في سوق عمان المالي.

وتتضمن الدراسة خمسة فصول، الفصل الأول المقدمة، ويتناول مشكلة وأهداف الدراسة، ثم أهميتها وفرضياتها، وكذلك منهجيتها وتسلسلها. ويتعرض الفصل الثاني للإطار النظري حيث يتناول الأسواق المالية من حيث نشأتها وأنواعها والأدوات التي يتم التعامل بها في تلك الأسواق، ثم بيان كفاءة تلك الأسواق وعلاقتها بعرض النقود، وينتهي بعرض للدراسات السابقة. ويختص الفصل الثالث في سوق رأس المال الأردني، من حيث نشأة وتطور وكفاءة سوق عمان المالي، ثم يبدأ بعرض البيانات الضرورية واللازمة لإجراء الدراسة. بينما يقوم الفصل الرابع بتقدير العلاقة فيما بين المتغيرات التابعة والمستقلة باستخدام نموذج الدراسة المذكور. وأخيرا يعكس الفصل الخامس خلاصة النتائج والتوصيات التي انتهت إليها الدراسة.

الفصـــل الثاني

الخلفية النظرية والدراسات السابقة

لا تختلف الأسواق المالية عن بقية أسواق المنتجات أو عوامل الإنتاج من حيث أنها ملتقى لقوى العرض والطلب لتحديد مستويات التوازن الكمي والسعري. ولكن ما يميز هذه الأسواق هي أنها أسواق للتمويل، وتتضمن عرض وطلب لرؤوس الأموال. وبناءا على ذلك، فإن الوحدات الاقتصادية تقسم إلى قسمين هي: وحدات ذات فائض مالي تقوم بعملية الادخار وتمثل جانب العرض لرؤوس الأموال في أسواق المال، وأخرى ذات عجز مالي تطلب رؤوس الأموال وتمثل جانب الطلب في أسواق المال. ولقد أصبحت الأسواق المالية ركيزة من ركائز النشاط الاقتصادي في وقتنا الحاضر، ودعامة قوية من دعاماته. وتتبع أهميتها من كونها تعمل على تجميع المدخرات الوطنية ورؤوس الأموال الفائضة وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة ليتم توظيفها في مشروعات منتجة في الاقتصاد.

٢- ١ نشأة الأسواق المالية وتطورها:

تعود نشأة الأسواق المالية في العالم إلى أوروبا، حيث اعتبرت أسواق البندقية وجنوه في ايطاليا وسوق فرانكفورت من أهم هذه الأسواق في الماضي، وكان يتم التعامل فيها بالكمبيالات والسندات الأذنيه والمعادن النفيسة، وقد شهدت تلك الأسواق نشاطا تجاريا مرموقا باعتبارها مراكز تجارية ما بين الشرق وغرب أوروبا (بني هاني، ٢٠٠٢).

برزت الحاجة إلى رؤوس الأموال الضخمة في الدول الأوروبية بعد قيام الثورة الصناعية وأصبحوا بحاجة إلى كم هائل من الأموال لمواكبة الإنتاج في تلك الفترة، ونظرا لعجز الفرد عن توفير هذه الأموال ظهر مفهوم الشركات المساهمة التي تقوم على مبدأ المشاركة من قبل مجموعات من هؤلاء الأفراد لإيجاد رؤوس الأموال المطلوبة لسد الاحتياجات التمويلية،

وكنتيجة للتطور الكبير في تأسيس الشركات المساهمة، ولتنظيم هذه العملية بطريقة تضمن حقوق الأفراد وتحميهم من عمليات الغش والتلاعب وتثبت ملكيتهم، ظهرت فكرة الأسواق المالية والتي تقوم بذلك الدور (الطراونه، ٢٠٠٤).

ولتحفيز الأفراد على توظيف مدخراتهم في الشركات المساهمة بشكل أفضل، كان لابد من توفير عنصر السيولة لهم في الأوراق المالية التي يشتروها من تلك الشركات، فبعد أن تم خلق الظروف المناسبة للأفراد لتوظيف مدخراتهم وتحقيق عوائد مجزية لهم في ظل قوانين وتشريعات تحميهم من أي عمليات تلاعب واحتيال، أصبح من الضروري توفير عنصر السيولة في تلك الأوراق ليتمكنوا من بيعها بأسرع ما يمكن وبأقل التكاليف، الأمر الذي أكد على الحاجة الملحة إلى إنشاء الأسواق المالية المنظمة والمتمثلة في البورصات (بني هاني، ٢٠٠٢).

تطورت البورصات العالمية بشكل متسارع وانتشرت على نطاق واسع من العالم، وما زاد من انتشارها أيضا هو انهيار النظام الاقتصادي الاشتراكي، حتى انتشرت في كل مكان، وأصبحت تلعب دورا هاما وبارزا في اقتصاديات البلدان، وتواكب تطورها أيضا مع النمو في الإنتاج والتغيرات التكنولوجية في العالم. وقد احتلت الولايات المتحدة الأمريكية مرتبة مرموقة في كفاءة وتطور أسواقها المالية، حيث تعتبر كل من بورصة نيويورك New York Stock Exchange والبورصة الأمريكية للأوراق المالية American Stock Exchange من أهم البورصات العالمية، وكذلك بورصة لندن في بريطانيا، وبورصة طوكيو في اليابان، وبورصة باريس في فرنسا، وهي خير أمثلة على أقوى وأعرق أسواق مالية منظمة في العالم ، يليها بورصات أخرى كبورصة فرانكفورت في ألمانيا، وأوساكا في اليابان، وزيورخ في سويسرا، وسوق مدريد المالي في اسبانيا، وبورصة أمستردام في هولندا، وكذلك في كل من سدني، وهونج كونج، وتايوان، بالإضافة للعديد من البورصات العالمية الأخرى.

أما في الدول النامية فقد تأخر ظهور الأسواق المالية فيها إلى أن برزت حاجة تلك الدول الماسة للأموال اللازمة لغايات التنمية الاقتصادية فيها. وفي المنطقة العربية تعتبر بورصة الإسكندرية ثم بورصة القاهرة من أقدم البورصات، أما بقية الدول العربية فهي تعتبر حديثة العهد بالنسبة للأسواق المالية، حيث تأخر نشوء تلك الأسواق فيها إلى بداية السبعينات من القرن الماضي، فقد نشأت كل من بورصة بيروت، ثم بورصة الدار البيضاء، ثم بورصة الكويت. أما في الأردن فقد تم إنشاء سوق عمان المالي عام ١٩٧٦ والذي باشر عملة في ١٩٧٨/١/١ وكان يهدف إلى تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمارات في الأوراق المالية وتوجيه هذه المدخرات لخدمة الاقتصاد الأردني، وكذلك إلى تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل معها بطريقة تضمن سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته بما يضمن مصلحة البلاد المالية.

٢-٢ أنواع الأسواق المالية (Financial Markets):

تعتبر الأسواق المالية أحد العناصر المهمة في القطاع المالي، وهناك علاقة تبادلية ما بين الأسواق المالية وعملية التنمية الاقتصادية، أي أن كل منهما يؤثر إيجابا على الآخر. وتنقسم أسواق المال إلى قسمين رئيسيين، يمكن التمييز فيما بينهما عن طريق ما يسمى بفترة الاستحقاق للأصول المالية المتداولة فيهما، وهما أسواق النقد (Money Markets) للأصول المالية المتداولة ذات فترة الاستحقاق الأقل من عام، وأسواق رأس المال (Capital Markets) للأصول ذات فترة الاستحقاق الأكثر من عام (يونس وزملاؤه، ٢٠٠٤).

تمتاز الأسواق النقدية بالمرونة العالية، حيث تنخفض تكاليف إجراءات إتمام الصفقات المالية التي تحدث في الأسواق المنظمة، وتتصف كذلك بانخفاض درجة المخاطرة فيها، ويعود ذلك لانخفاض المخاطرة التي قد تنشأ عن احتمال هبوط أسعار الأوراق المالية المتداولة نظرا لقصر آجال تلك الأوراق، وكذلك لتدني درجة مخاطرة الدين ذاته، وذلك لكون الأوراق المتداولة

في سوق النقد تصدر من قبل مؤسسات تتسم بملاءة مالية عالية وذات مراكز ائتمانيـــة متينـــة، كالبنك المركزي والمؤسسات الحكومية والبنوك التجارية (خريوش وزملاؤه، ١٩٩٥).

وطبقا لمبدأ الاستحقاقية السابق الذكر والذي تم اعتماده في تصنيف الأسواق المالية، فإن أدوات السوق النقدي تتمثل في أذونات الخزينة، وشهادات الإيداع المصرفية القابلـــة للتـــداول، والدولارات الحرة، والأوراق التجارية، والقبولات المصرفية، وقروض الأرصـــدة المركزيـــة، واتفاقيات إعادة الشراء (يونس وزملاؤه، ٢٠٠٤).

أما بالنسبة للنوع الآخر من الأسواق المالية وهي أسواق رأس المال، فأن لها أهمية بالغة في النمو الاقتصادي، حيث تساعد في تعبئة المدخرات، وتخصيص الموارد، وتوزيع المخـــاطر بالإضافة لرقابتها على أداء الشركات، كما وتعمل على توفير الفرص الاستثمارية للعديـــد مـــن المستثمرين وتوظيف مدخراتهم ورؤوس أموالهم الفائضة واستثمارها من أجل تحقيق عوائد لهم، بالإضافة إلى أنها تعتبر عامل مهم في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والمحلية ومصدر تمويلي للقطاعين العام والخاص، وتعتبر كذلك حلقة وصل ما بين الأفراد والمؤسسات المختلفـــة التـــي تقوم بالادخار وبين المشروعات المنتجة في الاقتصاد.

ومن خصائص هذه الأسواق أنها اقل اتساعا من الأسواق النقدية إلا أنها أكثـــر تنظيمـــا، ويمكن للمستثمر أن يحقق فيها عوائد مرتفعة نسبيا إذا ما قورنت بالعوائد في الأسواق النقديـــة، إلا أنها وفي المقابل تتعرض لخطورة أكثر وخاصة في مجال الأسهم، وتمتاز أدواتهـــا الماليـــة بأنها أدوات تمويلية طويلة الأجل لكلا القطاعين العام والخاص (بني هاني، ٢٠٠٢).

ومن الفروقات التي تميز بين الأسواق النقدية وأسواق رأس المـــال أيـــضا، هـــي تلـــك الاختلافات في طبيعة عمل كل منهما وكذلك الاختلافات الجوهرية في طبيعة مؤسسات الوساطة المالية التي تعمل في كليهما.

٢- ٣ أسواق رأس المال Capital Markets:

يعرف سوق رأس المال على أنة المكان والميكانيكية التي يتم عن طريقها ومـــن خلالهـــا خلق وتداول الأصول المالية طويلة الأجل (يونس ومبارك، ٢٠٠٣).

تصنف أسواق رأس المال وظيفيا إلى نوعين وهما الأسواق الأولية والأسواق الثانويـــة، ويعتمد هذا التصنيف على الجهة التي يتم بيع الأوراق المالية لصالحها، فإذا كانت تبـــاع هـــذه الأوراق لحساب الشركة المصدرة فان ذلك السوق يعتبر سوق أولي، أما إذا كانت تباع فيما بين مستثمرين مالكين لتلك الأوراق ولحساب أولئك المستثمرين، فيكون ذلك السوق هو ثانوي.

٢- ٣- ١ السوق الأولي:

هو ذلك السوق الذي يقوم على توفير الوساطة المالية للإصدارات التي تطرح لأول مرة، والذي يتم من خلاله بيع الأوراق المالية الجديدة للجمهور، حيث تعود عوائد تلك الإصـــدارات (التي يمكن أن تكون إما لشركة قيد التأسيس أو لشركة قائمة ترغب في زيادة رأســمالها) إلـــى مصدر تلك الأوراق، ويتم عرض الأوراق المالية للبيع إما من خلال طرحها لعامـــة الجمهـــور وهو ما يعرف بالعرض العام (Public Offering)، أو عن طريق عرضها للمساهمين القدامى في الشركة فقط (Right Offering)، وهناك طريقة ثالثة تقوم على عـــرض الأوراق الماليـــة الجديدة لبيعها لمجموعات مختارة من المساهمين (Private Placement) كشركات التأمين أو صناديق الاستثمار (Gitman & Joehnk, 1998).

٢- ٣- ٢ السوق الثانوي:

قد تجد مستثمر استثمر بأسهم شركة معينة حين إصدار تلك الشركة لأوراقها المالية ولكنه يرغب في هذه اللحظة ببيع هذه الأسهم، وفي المقابل قد تجد مستثمر لم تتح له فرصه الاستثمار

في أسهم نفس الشركة، ولكنة يرغب الآن بالاستثمار فيها، ولكي يتسنى لكلا الطرفين من تحقيق رغباتهم لابد من وجود آلية يعملون من خلالها، حيث تتمثل هذه الآلية بالسوق الثانوي.

تشتمل الأسواق الثانوية على أسواق منظمة ومركزية للأوراق المالية (Organized Securities Exchanges)، لها مكان محدد ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج معينة، حيث يتحدد السعر على أساس تفاعل قوى العرض مع الطلب، وأخرى غير منظمة وليست مركزية وإنما هي عبارة عن شبكة من الوسطاء منتشرة في أماكن مختلفة ويرتبطون بشبكة من الاتصالات الالكترونية فيما بينهم، وتسمى هذه الأسواق بأسواق ما بين الوسطاء أو السوق الموازية (Over The Counter (OTC ، تتم من خلالها الصفقات للعروض الأولية بالإضافة للإصدارات السابقة، لكنها لا تقتصر على الأوراق المالية المدرجة في البورصة فحسب، بل تشتمل على غير المدرج منها أيضا، وفي حالة أن تكون مدرجة فإنه يتبع إتمام الصفقات إجراءات أخرى في البورصة المنظمة (Gitman & Joehnk, 1998).

٢- ٣- ٣ السوق الثالث:

هو سوق غير منظم ولكن تتم فيه صفقات تجارية لأوراق مالية مسجلة في السوق المنظم، ويعود سبب إنشاء هذا النوع من الأسواق إلى ما واجهته المؤسسات الضخمة في الولايات المتحدة كصناديق المعاشات، وشركات التأمين على الحياة، وصناديق الاستثمار، من صعوبات عند بيعها لكميات كبيرة من الأوراق المالية، وما يترتب على ذلك من تكاليف باهظة في الأسواق المنظمة، بالإضافة لاحتمالية انخفاض أسعار الأوراق المالية فيها نتيجة لكبر حجم تلك الأوراق. لذلك فقد قامت المؤسسات غير المشتركة في عضوية البورصات في أمريكا بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل من خلالها ببعض الأوراق المالية المسجلة بأسعار السوق

الرسمية، وعلى الرغم من أن الصفقات التي تتم في السوق الثالث غير رسمية إلا أن أسعار الأوراق المالية فيها ترتبط بأسعار التعامل في السوق الرسمية (رضوان، ١٩٩٦).

٢- ٣- ٤ السوق الرابع:

وهو سوق غير منظم أيضا، وهو عبارة عن إسم لصفقات تجارية بالأوراق المالية تتم مباشرة ما بين مؤسسات مالية كبيرة أو أفراد أغنياء يتعاملون بتلك الأوراق، ولكن تخلو هذه الصفقات من وجود السماسرة فيها لغايات الحد من العمولات، وهو ما يتميز به السوق الرابع عن الأسواق المالية الأخرى، ولكي يجد البائع والمشتري كل منهما الآخر يقوموا بتوظيف وسيط للقيام بتسهيل الصفقات التجارية وإتمامها.

وبخصوص الأسواق المنظمة وغير المنظمة التي تم ذكرها، يجب أن لا ننسى أنة عند تسجيل الشركة لأسهمها في الأسواق المنظمة فإنها تجني مكاسب مادية ومعنوية، فهي تعزز من سمعتها ومركزها، وتخفض من معدل العائد المطلوب على أسهمها، ويجعل من سعر سهمها غير متلاعب فيه، مما يزيد من ثقة المستثمر فيه ويزيد من سيولته أيضا، وبالتالي فإنه يتسنى للشركة من أن تخفض من تكاليفها الرأسمالية (Besley & Brigham, 2000).

٢- ٣- ٥ الأسواق الاحتكارية:

تتمثل هذه الأسواق في احتكار وزارة الخزانة والبنك المركزي لأنواع معينة من الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة، كالسندات الادخارية التي تحتكرها وزارة الخزانة أو سندات الخزينة التي يصدرها البنك المركزي (أبو موسى، ٢٠٠٥).

٢- ٤ الأدوات التي يتم التعامل بها في أسواق الأوراق المالية:

يتم تداول الأدوات التالية في أسواق الأوراق المالية:

٢-٤-١ الأسهم العادية Common Stocks :

تمثل الأسهم العادية وثيقة ملكية في شركة مساهمة، ولا يحق لحاملها إعادتها للشركة المصدرة، وهي بمثابة وسيلة تمويل داخلية للشركة، وتتساوى فيها جميع الحقوق، وفي حالة تحقيق أرباح قد تقوم الشركة بتوزيع تلك الأرباح سنويا بصورة نقدية أو بصورة أسهم، ولكنها غير ملزمة قانونيا بتوزيعات الأرباح.

تقيم الأسهم العادية بأربعة أشكال، أولها القيمة الاسمية Par Value، وهي عبارة عن السعر المعلن أو المدون على شهادة السهم، يليها القيمة الدفترية Book Value وهي عبارة عن مقياس محاسبي لقيمة السهم ويمثل حجم حقوق الملكية لحاملي الأسهم في الشركة أو حجم أموالهم التي تم استخدامها في الشركة مقسوما على عدد الأسهم العادية، ثم القيمة السوقية Market Value وهي أسهل قيمة يمكن تحديدها للسهم، وهي عبارة عن السعر السوقي السائد لذلك السهم، والذي ستعنى به هذه الدراسة في تحليلاتها، وآخر هذه القيم للسهم هي قيمته الاستثمارية Investment Value التي تمثل أعلى سعر يمكن أن يدفعه المستثمر لسهم معين، ولكن عملية تحديد القيمة الاستثمارية للسهم هي عملية معقدة لأنها تدخل فيها توقعات المستثمر للعوائد وللخطورة المتوقعة للسهم (Gitman & Joehnk, 1998).

ويعكس سعر السهم السوقي المعلومات المتاحة عن الشركة المصدرة وعن القدرة الحالية المتوقعة لتلك الشركة على تحقيق الأرباح في المستقبل، وكلما تحسن نشاط ومستقبل الشركة ارتفع سعر سهمها. إن لارتفاع سعر السهم لأي شركة أثر إيجابي على ثقة المتعاملين معها، وما يؤديه ذلك من انخفاض تكلفة التمويل لديها، لذلك فإن كل شركة تسعى للاستفادة من هذه المزايا فضلا عما تجنيه من أرباح لمساهميها، وكل ذلك هو بمثابة مؤشر لنجاح تلك الشركة وزيادة قيمتها السوقية (الدسوقي، ٢٠٠٠).

٢- ٤- ٢ السندات Bonds:

يعتبر السند بمثابة عقد أو اتفاق بين المقرض (المستثمر) والمقترض (الشركة) يتم الاتفاق فيه على أن يقوم المستثمر بإقراض الشركة مبلغا محددا من المال تتعهد الشركة بإعادة أصل المبلغ وفوائد متفق عليها وفي تواريخ محددة أيضا وبغض النظر عن وضعها المالي فيما إذا كانت تحقق أرباح أم لا. وقد يضاف شروطا أخرى لصالح المقرض كرهن بعض الأصول الثابتة لضمان السداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في وقت لاحق (هندي، ١٩٩٣).

وتقسم السندات إلى نوعين رئيسيين هما السندات الحكومية والسندات التي تصدرها شركات الأعمال. وتصدر السندات الحكومية من قبل البنك المركزي وتسمى سندات الخزينة وهي طويلة الأجل أو قصيرة الأجل، وهناك ما يعرف بأذونات الخزينة والتي تعتبر أيضا نوع آخر من أنواع السندات الحكومية ولكنها قصيرة الأجل. وغالبا ما تهدف الحكومة من إصدار كلا النوعين من السندات إلى تنظيم عرض النقود وعمليات الائتمان بما يتناسب والظروف الاقتصادية للبلد.

٢- ٤- ٣ الأسهم الممتازة Preferred Stocks:

هي مصدر آخر من مصادر التمويل للشركات، وهي تجمع بعض الخصائص من كلا الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه الأسهم في أنها حقوق ملكية للمستثمرين، ولكن لا يجوز لحامليها التصويت في القرارات إلا في حالات استثنائية، كما أن الشركة غير ملزمة قانونيا بإجراء توزيعات للأرباح في كل عام، ولا يحق لحامليها المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الشركة ذلك. بينما تتشابه مع السندات في أن لها عائد ثابت ممثلا بنسبة مئوية معينة من القيمة الاسمية للسهم الممتاز، وتوفر لحاملها عنصر الأمان الذي يوفره السند ولو بدرجة أقل (بني هاني، ٢٠٠٢).

٢- ٤- ٤ الأوراق المالية المشتقة Derived Securities :

هي إحدى الأدوات التي يتم التعامل بها في أسواق رأس المال المستقبلية، وقد عرفت على أنها " عقود مالية تشتق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل الأسهم". ومن أهم أنواعها هي عقود الاختيار Options، والعقود المستقبلية Futures، والعقود الآجلة Forward Contracts، والمقايضة Swaps (الدسوقي، ٢٠٠٠).

٢- ٥ دور أسواق الأوراق المالية في تمويل التنمية الاقتصادية:

يمكن إيجاز أهم أدوار أسواق رأس المال بما يلي:

١. يمثل السوق المالي القناة التي تتدفق من خلالها الأموال من الوحدات ذات الفائض المالي إلى الوحدات ذات العجز، بمعنى أنها تتوسط بين عرض الأموال والطلب عليها لغرض تحقيق التوازن المالي في الاقتصاد، حيث يتم نقل تلك الأموال بواسطة الأوراق المالية المعتمدة، لذلك فإن السوق المالية تسهم في تحقيق التوازن المالي بين عرض الأموال والطلب عليها، وبالشكل الذي يحقق الكفاءة في إدارة الأموال.

٢. توفير التمويل اللازم لعملية التنمية الاقتصادية، فالأسواق المالية تشكل المصدر الرئيسي لتمويل الاستثمارات المتوسطة والطويلة الأجل، وخاصة تلك الاستثمارات التي لا تزال في بداية تأسيسها والتي بحاجة إلى عمليات التمويل، وتمتاز عملية التمويل في هذه الأسواق بالتكلفة الأقل وبدون آثار تضخمية مقارنة بالتمويل الذي تقوم به المصارف والمؤسسات المالية الأخرى.

٣. تعمل الأسواق المالية على خلق السيولة الكافية للمستثمرين بأوراقها المالية، وذلك من خلال تحويل الاستثمارات طويلة الأجل إلى نقدية بسهولة وبأقل التكاليف، كما أن هذه السيولة المتوفرة تجعل الاستثمارات بتلك الأسواق أقل مخاطرة وأكثر ربحية.

٤. استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وما يترتب على ذلك من نقل خبرة الإدارة والتسويق والتكنولوجيا للبلدان التي توفر الاستثمارات.

٥. توفير سوق مستمرة من خلال إيجاد مشترين وبائعين دائمين، وتوفير المعلومات اللازمة عن أوضاع الشركات المدرجة للمتعاملين في ظل تطبيق العلانية والشفافية، لحمايتهم من الغش والاحتيال. (الزبيدي، ٢٠٠١)، (الشواوره، ٢٠٠٨).

٢- ٦ الاستثمار ومخاطرة في أسواق الأوراق المالية:

تتعرض أسواق الأوراق المالية لكثير من التقلبات المفاجئة والمحتملة وسرعان ما تستجيب لهذه التقلبات، بحيث ينعكس تأثيرها على تذبذب في أسعار الأسهم والسندات، وهنا لابد للمستثمر الواعي من محاولة فهم جميع الظواهر والأحداث التي تؤثر على أسواق الأوراق المالية، ثم تحليلها لتساعده على اتخاذ القرار المناسب وبناء محفظة استثمارية يمكن أن تحقق طموحاته.

إن من أكثر وسائل الاستثمارات شيوعا في الأسواق المالية هي عملية الاستثمار في الأسهم، وقد لعبت وسائل الإعلام دورا هاما في السنوات الأخيرة في انتشار هذا النوع من الاستثمارات، ومما زاد من شهرتها أيضا هو أنها تتيح الفرصة للمستثمرين في الاستثمار بالحجم الذي يتوافق مع تفضيلاتهم الشخصية، بالإضافة لكون هذا النوع من الاستثمار لا يحتاج لتكاليف باهظة، فضلا عن تمتعه بمزايا أخرى كسهولة شراء السهم وبيعة وتوفر المعلومات السوقية عنه في وسائل الإعلام. إلا أن عملية الاستثمار هذه لا تخلو من المخاطر، بل تتعرض للعديد منها، حيث يمكن للمستثمر في أسواق الأوراق المالية أن يتعرض لمخاطر قد تنشأ عن تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات، وأخرى قد تنشأ أيضا عن تقلب في أسعار الأوراق المالية المستثمر بها، ومنها ما قد ينجم عن انخفاض القيمة الشرائية لقيمة الاستثمار، وكذلك مخاطر السيولة والقدرة على التخلص من الاستثمار، بالإضافة للمخاطر الناشئة عن تغير في سلوك

المستثمرين نتيجة وقوع أحداث غير متوقعة كالتضخم، وغير ذلك من المخاطر الأخرى التي تنعكس آثارها على مبيعات وربحية الشركة المصدرة للأوراق المالية وتؤثر في النهاية على سعر السهم وربحيته (الشديفات وعبد الجواد، ٢٠٠٦) (الزبيدي، ٢٠٠١).

وتنخفض درجة المخاطرة للسندات بالنسبة للمستثمر، لذلك تجد أنه المستثمر الذي يميل إلى تجنب المخاطرة عادة ما يتجه لأن تكون غالبية مكونات محفظته الاستثمارية من السندات، بينما المستثمر الذي يرغب في تحمل المخاطرة فتكون غالبية مكونات محفظته من الأسهم.

٢ – ٧ كفاءة أسواق الأوراق المالية:

إن توفر المعلومات الكافية بالسوق هي أحد أهم العناصر الأساسية لكفاءة السوق والتي تساعد المستثمر على اتخاذ القرارات السليمة وتقلل من درجة عدم التأكد في عملياته الاستثمارية، وتعمل كذلك على تحقيق التوازن بين العوائد والمخاطر، مما يؤدي إلى زيادة حجم التعامل وتزايد أعداد المستثمرين، لذلك ينبغي على الأسواق أن تعكس في أسعار أوراقها المالية كافة المعلومات بدقة وسرعة عالية.

وأشار سويلم (١٩٩٢) إلى أن المقصود بكفاءة السوق هو مدى تواجد المعلومات المناسبة للمستثمر بسرعة وبأقل التكاليف، وكذلك إلى أي مدى يمكن أن تعكس الأوراق المالية واقع وحقيقة الشركات المصدرة من خلال أسعارها التي تعكس قوة أو ضعف تلك الأوراق، بحيث يصعب وجود حالات تمكن المستثمرين من جني أرباح غير عادية، وأن تلك الأسعار تمثل القيمة الحقيقية للورقة المالية.

وقد صنفت كفاءة الأسواق المالية بثلاثة صيغ: (Haugen, 2001)

١) الصيغة الضعيفة Weak Efficient Market Form: وفيها ينبغي لأسعار الأسهم أن تعكس أية معلومات تتضمن تاريخ السهم في الماضي، وهنا تكون درجة التنبؤ بسعر

السهم ضعيفة لاعتمادها على المعلومات التاريخية للسهم فقط، وبذلك لا يكون أي ترابط بين التغيرات في الأسعار وتتسم بالحركة العشوائية.

٢) الصيغة شبة القوية Semi- Strong Efficient Market Form: وفي ظل هذه الصيغة فان كل المعلومات (السابقة والحالية) المتاحة للجمهور يجب أن تنعكس في أسعار الأسهم، وتتضمن هذه المعلومات سلسلة معلومات عن سعر السهم، والتنبؤات المستقبلية عن حالة الاقتصاد المحلي والعالمي، وعن الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، بالإضافة للمعلومات عن الشركة نفسها من قوائم مالية وإعلانات عن أرباح أو توزيعات مستقبلية للشركة.

٣) الصيغة القوية Strong Efficient Market Form: وتأخذ فكرة كفاءة السوق مفهومها الأوسع في ظل هذه الصيغة، وتعني أن تعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة للعامة بالإضافة لمعلومات داخلية أو خاصة لفئة معينة عن الشركة، كإدارة الشركة مثلا، وإذا ما حاولت تلك الفئة من الاستفادة من المعلومات المذكورة في عمليات الشراء أو البيع، فإنه سرعان ما ينعكس ذلك على أسعار الأسهم، وبالتالي فأنه يصبح من المستحيل أن يحقق مستثمر أرباحا غير عادية في ظل هذه الصيغة.

ولكي تتحقق كفاءة سوق رأس المال يجب توفر الشروط التالية: (الدسوقي، ٢٠٠٠)

١) كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية): وهي وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير، حيث يمكن لجميع المتعاملين في السوق من الحصول على تلك المعلومات بأقل التكاليف.

٢) كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية): وتدل على قدرة السوق على إحداث التوازن بين جانبي العرض والطلب دون تحمل المتعاملون تكاليف عالية للوسطاء أو السماسرة.

٣) عدالة السوق: وهي أن يمنح السوق كافة المتعاملين فرص متساوية من جانب الوقت أو توفر المعلومات.

٤) الأمان: ويقصد به ضرورة توفر وسائل للحماية ضد مخاطر الغش والتلاعب التي تنجم عن أطراف المتعاملين في السوق.

وتوصف الدول المتقدمة بأنها قريبة لحد الكفاءة، حيث يعمل المحللين دائما على تخفيض الفروقات ما بين سعر السهم وقيمة الاستثمار فيه، فإذا كانت هناك أسهم قد تم تسعيرها بأقل من قيمتها الاستثمارية فأنة سيتم الإقبال على شراؤها مما يزيد من سعرها، أما الأسهم المسعرة بأكثر من قيمتها الاستثمارية فإنه سيتم بيعها مما يزيد من عرضها وبالتالي انخفاض في أسعارها، كما وتنعكس الأخبار السارة والجيدة عن الشركة بصورة ايجابية على أسعار أسهمها في السوق الكفء، أما الأخبار غير السارة فتنعكس على نحو سلبي على تلك الأسعار.

٢ – ٨ علاقة عرض النقود بأسواق الأوراق المالية:

تتجلى العلاقة ما بين عرض النقود وأسواق رأس المال عن طريق ربطهما بمعدل الخصم، حيث تتحدد أسعار الأسهم على أساس القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية التي يتم حسابها على أساس خصم تلك القيم على معدل خصم معين، وبما أن للعرض النقدي علاقة ذات أهمية بمعدل الخصم، فإن ذلك يدل على علاقة العرض النقدي أيضا بالتدفقات النقدية المستقبلية، ومن ثم بأسعار الأسهم (Maskay, 2007).

تؤدي زيادة العرض النقدي إلى ارتفاع في أسعار الأسهم بطريقة مباشرة وأخرى غير مباشرة. تتمثل الطريقة المباشرة في أن زيادة المعروض من النقود يدفع الأفراد والمؤسسات لأن تنفق أكثر على السلع والأصول المالية، مما يزيد من أسعار تلك الأصول. أما الطريقة غير المباشرة فتتمثل في أن زيادة الكمية المعروضة من النقود تؤدي إلى إنخفاض سعر الفائدة، مما

يحفز الأفراد والمؤسسات على الاستثمار الذي يقود بدوره إلى زيادة في الإنتاج وإتاحة الفرصة أمام الشركات بأن تحقق أرباحا أكثر، الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع في أسعار أسهم تلك الشركات. ومن جهة أخرى قد تؤدي زيادة عرض النقود إلى ارتفاع معدل التضخم والذي ينجم عنة ارتفاع في الحد الأدنى للعائد المطلوب على الاستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة التي يكون المستثمر على استعداد لدفعها كقيمة للسهم. وبناءا" على ما تقدم فإن التأثير الايجابي أو السلبي الناتج عن زيادة العرض النقدي يعتمد على مدى تأثيره في كلتا الحالتين، فإذا كان تأثيره الايجابي على ربحية الشركات أكثر من تأثيره السلبي على معدل العائد على الاستثمار الناجم عن التضخم، فإن النتيجة النهائية المتوقعة هي ارتفاع في أسعار الأسهم، أما إذا كان تأثيره العكس، فتكون النتيجة النهائية هي انخفاض في أسعار الأسهم (الرفاعي، ١٩٩٩).

ومن الأمثلة التي تؤكد على أن لزيادة عرض النقود أثر ايجابي على أسعار الأسهم، هو ما حدث عندما انخفضت أسعار الأسهم في السوق الأمريكي عام ١٩٩١، حيث نادي الكثير في تلك الفترة بضرورة تدخل السلطات النقدية من أجل تخفيض أسعار الفائدة لتحقيق زيادة في كمية النقود المعروضة، والتي تعمل بدورها على تخفيض معدل العائد المطلوب إلى مستويات أقل، وذلك من أجل تنشيط الاستثمار وإعادة أسعار الأسهم إلى مستواها السابق (الجاعوني، ٢٠٠٧).

لقد حدث اكبر انتعاشين لأسعار الأسهم والأصول الأخرى في الولايات المتحدة الأمريكية خلال القرن الماضي في فترتين مختلفتين: الأولى في الفترة (١٩٢٣- ١٩٢٩)، على الرغم من أن مستوى أسعار المستهلك لم يتغير في تلك الفترة، أما الفترة الثانية فهي (١٩٩٤- ٢٠٠٠)، وهذا لا يعني حدوث هذين الانتعاشين فقط خلال ذلك القرن، بل أنة كان هناك العديد من الانتعاشات الأخرى في أسعار الأصول، إلا أنها لم تكن بحجم هذين الانتعاشين من حيث طول المدة ومستوى مؤشر الأسعار. وقد تميزت هاتين الفترتين بنمو في الإنتاجية وكذلك بنمو

اقتصادي سريع نسبيا، كما تميزت أيضا بإتباع البنك الاحتياطي الفيدرالي لسياسة نقدية موسعة ونمو مفرط في الائتمان المصرفي، في حين تزامنت نهاية فترتي الانتعاش المذكورتين بتطبيق الحكومة الأمريكية لسياسات نقدية تشدديه في أواخرهما (Bordo & Wheelock, 2004).

ويحاول علماء الاقتصاد إثبات أن تأثير صدمة زيادة عرض النقود ستؤدي لزيادة أسعار الأسهم، فهم يفترضون بأن ذلك التغير في كمية النقود المعروضة هو عبارة عن إشارة ودليل لزيادة الطلب عليها، وذلك بسبب التوقعات بزيادة الانتاج والنشاط الاقتصادي الذي يتضمن بدورة زيادة في التدفقات النقدية ومن ثم زيادة في أسعار الأسهم. بينما يجادل كل من بن بيرنانك وكينيث كتنر(Ben Bernanke and Kenneth Kuttner, 2005) من وجهة نظر أخرى بأن سعر السهم هو عبارة عن دالة لكل من قيمته النقدية وللخطورة الناجمة عن الاحتفاظ به، وأن عرض النقود يؤثر على القيمة النقدية لسعر السهم من خلال تأثيره على سعر الفائدة، وأن السياسة النقدية التشددية تزيد من سعر الفائدة الحقيقي، وزيادة معدل الفائدة يزيد من سعر الخصم الذي يقلل بدوره من قيمة السهم. ويروا كذلك أن الانكماش في عرض النقود يشير إلى تباطؤ في النشاط الاقتصادي ويقلل من احتمالية تحقيق الأرباح للشركات، وفي مثل هذه الحالة فإن المستثمرين سيتحملون مخاطر أكثر، لذلك فهم يطلبون علاوة خطورة أعلى، مما يجعل من السهم غير جذاب وبالتالي يؤدي لانخفاض في سعره. وهناك آخرون أمثال كورادو وجوردان (Corrado and Jordan, 2005) لم يتعرضا لأثر عرض النقود على أسعار الأسهم فحسب، بل كذلك إلى أي مدى يمكن أن يؤثر التغير في عرض النقود سواء كان متوقعا أم غير متوقعا على أسعار الأسهم، وبهذا الخصوص يقول كلا الباحثين أنة تم عمل أبحاث كثيرة لتحليل الآثار الناتجة عن التغيرات المتوقعة وغير المتوقعة في عرض النقود على أسواق الأسهم، إلا أن الباحثين اختلفوا في المدى الذي يمكن أن يكون فيه السوق كفؤ، لذلك فقد تباينت النتائج فيما

بينهم، فبينما يعتبر مناصري فرضية كفاءة السوق بأن كافة المعلومات المتاحة هي مضمنة في سعر السهم من الأصل، وبذلك فهم يحاولوا إثبات أن التغيرات المتوقعة في عرض النقود سوف لا تؤثر على أسعار الأسهم وأن الذي يؤثر علية فقط هو التغيرات غير المتوقعة في عرض النقود، يجادل المناوئين لفرضية كفاءة السوق بأن كافة المعلومات المتاحة ليست مضمنة في الأسعار، وعلى هذا الأساس فإن التغيرات المتوقعة في عرض النقود سوف تؤثر على أسعار الأسهم أيضا (Maskay, 2007).

لقد أوجدت دراسات سابقة أن زيادة العرض النقدي تؤثر ايجابيا على كل من بورصة عمان، وسويسرا، وفنلندا، وهولندا، وألمانيا، بينما يكون تأثيره سلبيا في بريطانيا والنرويج، أما في أمريكا فقد أوجدت بعض الدراسات أن البورصة تتأثر ايجابيا فيها في الفترة قصيرة الأجل، وسلبيا في الفترة طويلة الأجل (الرفاعي، ١٩٩٩)، (ارشيد، ٢٠٠٤).

٢- ٨- ١ الإطار النظري للعلاقة بين عرض النقد وأسعار الأسهم:

من الناحية النظرية، هناك محورين رئيسيين لبيان العلاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم. يتمثل المحور الأول بفرضية محافظ الاستثمار النقدية (Monetary Portfolio)، أما الثاني فينصب على تفسير تلك العلاقة من منطلق كفاءة السوق بصيغتها شبة القوية (Semi-Strong Form). ولكن قبل تناول هذين المحورين لابد من التعرض بإيجاز لأهمية النقود ودورها في الاقتصاد من وجهة نظر النقديين، وكيف يفسرون آثار عملية زيادة عرض النقود على أسعار الأصول المالية، وكذلك لابد من التطرق لمفهوم المحفظة المالية.

٢- ٨ - ١ - ١ النقديون:

قدم بعض النقديين أمثال فريدمان وشكوارتز Friedman and Schwartz (1963) وتوبن (1969) Tobin، وكذلك برونر وميلتزر Brunner and Meltzer (1973) نماذج

متعددة من الأصول في تحليلاتهم أكثر مما اشتملت علية آلية كينز التقليدية للسيولة النقدية. وفي ظل هذه النماذج فإن عمليات البنك المركزي التي تزيد من السيولة سوف تسبب زيادة في أسعار الأصول التي تشكل المحفظة الاستثمارية للقطاع الخاص بما فيها من حقوق ملكيــة وممتلكــات حقيقية. وأن أثر السياسة النقدية التوسعية يظهر أولا في أسعار الأوراق النقدية الحكومية قصيرة الأجل، ثم الأوراق طويلة الأجل، ثم الأصول الأخرى كالأسهم والعقارات والــسلع كالــذهب، ويظهر في النهاية في المستوى العام للأسعار(Bordo & Wheelock, 2004).

يرى النقديون، وهم أنصار النظرية النقدية الحديثة، بقيادة ميلتون فريدمان أن المخــزون من النقود هو المحرك الرئيسي للنظام الاقتصادي، وأن عملية تنظيم النقود هــي أمــر حيــوي وضروري في الاقتصاد، وتفسر ألآثار المترتبة عن عملية زيادة عرض النقود من وجهة نظرهم في الفترة القصيرة على أنها تزيد السيولة النقدية لدى الأفراد والمؤسسات بحجم يفوق مــستوى احتياجاتهم منها، مما يقودهم إلى إعادة التوازن لثرواتهم للتكيف مع الوضع الجديد. حيث صنف فريدمان أشكال الثروة إلى عدة أشكال: أولها النقود، ثم الأصول النقدية كالــسندات، والأصــول المالية كالأسهم، والأصول الطبيعية كرأس المال العيني، وأخيرا رأس المال البشري. ومن خلال عملية إعادة التوازن هذه يتولد زيادة في الطلب الكلي على السلع والخدمات والأصول الماليــة أيضا، ويؤدي ذلك إلى زيادة في التشغيل والإنتاج، وينتهي ذلك حسب رأي فريدمان إلى رغبــة الأفراد والمؤسسات إلى زيادة أرصدتهم الحقيقية، والذي يعني زيادة الطلب على النقود، حتــى يتساوى العرض والطلب على النقود مرة أخرى. أما على المدى الطويل فلا يكون لعرض النقود تأثير على المتغيرات الحقيقية، وليس له تأثير على مستوى التوازن الخاص بالدخل القومي، لذلك فيبقى أثر الزيادة في عرض النقود على مستوى الأسعار فقط (معتوق، ١٩٨٨).

٢-٨-١-٢ المحفظة المالية:

يتمحور المفهوم العام للمحفظة الاستثمارية في أنها مجموعة مختلفة من الأدوات الاستثمارية، سواء كانت هذه الأدوات أصول حقيقية أو مالية، إلا أنة أصبح هناك شبه اتفاق لدى المهتمين بالعلوم المالية والمصرفية بوجود مفهوم متخصص للمحفظة الاستثمارية، تتكون أصول المحفظة في ظل هذا المفهوم من استثمارات مالية فقط، كالأسهم والسندات وشهادات الإيداع وشهادات المديونية والدولارات الحرة..الخ (خريوش وزملاؤه، ١٩٩٥).

على المستثمر عند اتخاذ قرار تشكيل محفظة استثماريه، أن يحدد أهدافه التي يسعى لتحقيقها، وأن يحدد قيمة المحفظة وفترة التوظيف المقررة لها، والسياسة التي يجب إتباعها في إدارة المحفظة بعد تكوينها، وكذلك النسب الأساسية لمزج أصولها، وعلية أيضا أن لا ينسى تطبيق مبدأ التنويع وأن يراعي بأن تحقق له تلك المحفظة أكبر عائد ممكن بأدنى درجه من المخاطرة، لذلك يجب عليه أن يأخذ التقلبات السياسية والاقتصادية والاجتماعية بنظر الاعتبار وأن يكيف محفظته لتعكس هذه التغيرات والفرص الاستثمارية السائدة (الوطيان، ١٩٩٠).

توصي نظرية المحفظة بالتنويع من أجل تقليل المخاطر للورقة المالية المنفردة، ذلك بسبب أن المخاطر التي تواجه هذه الورقة في حالة الاستثمار خارج المحفظة تختلف عن المخاطر التي تواجهها عندما تكون داخل المحفظة، ويعود ذلك إلى أن مخاطر المحفظة لا تتمثل بتأثر تقلب عوائد المحفظة فحسب، بل تتأثر أيضا بارتباط هذا التقلب مع تقلبات الأوراق الأخرى داخلها، لذلك فإن معدل مخاطر المحفظة يساوي مجموع معدل مخاطر الأصول بالإضافة إلى المخاطر المشتركة الناجمة عن التنويع، علما بأن الحد الثاني هو الذي يعمل على تخفيف المخاطر للمحفظة عندما يكون سالبا (الداغر، ٢٠٠٥).

يعتبر هاري ماركوتز (Harry Markowitz) هو مؤسس النظرية الحديثة للمحفظة الاستثمارية الذي ربط مفهوم الخطر بتقلبات العائد، وأدخل مفهوم المحفظة المثلى والحد الكفء، حيث وصف المحفظة المثلى بأنها تلك التي تتسم بأقل خطر ممكن لمستوى معين من العائد، أو بأعلى عائد ممكن لمستوى معين من الخطر. أما الحد الكفء فهو الخط الذي تقع عليه جميع المحافظ المثلى لمستويات مختلفة من العائد والخطر. وبناءا على نظرية المحفظة، وبعد معرفة العائد المتوقع لكل أداة استثماريه يمكن أن تضم للمحفظة، والانحراف المعياري المتوقع لعوائد تلك الأدوات، بالإضافة للتغاير المتوقع بين عوائدها، فإنه يتم تقدير العائد والخطر المتوقع للمحفظة الاستثمارية، ومن ثم اشتقاق مجموعة المحافظ الممكنة، وبالتالي تحديد المحافظ المثلى والحد الكفء (كبيه وعبيدو، ١٩٩٩).

٢- ٨ – ١ – ٣ فرضية محافظ الاستثمار النقدية (Monetary Portfolio):

ترى نظرية محافظ الاستثمار النقدية أن أي تغير في عرض النقود يؤدي إلى تغير الكمية التوازنية للنقود في المحفظة الاستثمارية. ومن أجل تحقيق التوازن مرة أخرى، لا بد من تغيير كل أو بعض مكونات هذه المحفظة، الأمر الذي يؤدي إلى تغيير في أسعار تلك المكونات ومنها الأسهم، مما يدل على وجود علاقة سببية تتجه من عرض النقود إلى أسعار الأسهم، ومن الممكن استخدام معلومات عرض النقود لتحقيق أرباح غير عادية (البازعي، ١٩٩٨).

٢- ٨ – ١ – ٤ الصيغة شبة القوية لكفاءة السوق (Semi- Strong Form):

تفترض الصيغة شبة القوية بأن الأسعار السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية فقط، وإنما تعكس أيضا كافة المعلومات والبيانات العامة والمعروفة للجميع ومن بينها عرض النقود. وطبقا لهذه الفرضية فإن أسعار الأسهم تستجيب آنيا للتغيرات في عرض النقود، ونتيجة لذلك فإن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية لمد طويلة باستخدام معلومات ذلك

المتغير، بسبب أن تلك المعلومات متوفرة ومستخدمة من قبل الجميع ومنعكسة على أسعار الأسهم (البازعي، ١٩٩٨).

على ضوء ما تقدم يتضح بوجود تعارض ما بين نظرية محافظ الاستثمار النقدية وفرضية كفاءة السوق في صيغتها شبة القوية، فبينما تفترض الأولى بأن عرض النقود يؤثر على أسعار الأسهم عند محاولة المستثمرين إعادة التوازن لمحافظهم بعد اختلالها، ترى الفرضية الثانية بأن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك لافتراض عدم وجود علاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم. كما وأن الدراسات السابقة في البند القادم لم تثبت بالإجماع على تأييد فرضية على حساب الأخرى. لذلك رأى الباحث بأنه لا بد من القيام بهذه الدراسة التجريبية.

٢- ٨ - ٢ الدراسات السابقة:

انطلاقا من أهمية أسواق رأس المال وما تلعبه من دور هام وفاعل في عملية التنمية الاقتصادية، ولما لعملية التحكم بعرض النقود من أهمية أيضا في تحقيق الاستقرار النقدي ودفع عجلة التقدم الاقتصادي إلى الأمام، قام عدد من الباحثين بدراسات عديدة تم اختيار متغيرات اقتصادية كلية مختلفة فيها، وكان عرض النقود أحد هذه المتغيرات المختارة الرئيسية وبصورة مستمرة، لبيان أثر هذا المتغير الهام على أداء أسواق الأوراق المالية.

وقبل الخوض في بند الدراسات السابقة والمصنفة إلى دراسات أجنبية وأخرى محلية، لابد لنا من التمييز بين نوعين فقط من مقاييس عرض النقود والمستخدما في الدراسة، وهما عرض النقد بالمفهوم الضيق (M1) الذي يشمل العملة المتداولة في الاقتصاد، سواء ورقية كانت أم معدنية، مضافا إليها الودائع البنكية القابلة للسحب في أي لحظة (الودائع تحت الطلب أو الحسابات الجارية). أما المقياس الثاني فهو عرض النقد بالمفهوم الواسع (M2) الذي يشتمل

بالإضافة للمقياس الأول (M1)، على الودائع الادخارية وحسابات التوفير لفترات (العيسى وقطف، ٢٠٠٦).

أولا: الدراسات الأجنبية:

اعتمدت دراسة ناكا وزملاؤه (Naka *et al*, 1998) على تحليل العلاقة ما بين بورصة بومباي ومتغيرات اقتصادية كلية مختارة ذات علاقة بأسواق رأس المال وهي الرقم القياسي لتكاليف المعيشة (CPI)، ومؤشر الإنتاج الصناعي الذي يمثل النمو في الإنتاج، وعرض النقد بمفهومة الضيق (M1)، بالإضافة لمعدل الفائدة السوقية على الاستثمار، وطبقت الدراسة نموذج تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model (Johanson (1991 في بحث أثر هذه المتغيرات على سوق الأسهم الهندية. توصلت الدراسة إلى وجود التكامل المشترك فيما بين المتغيرات الخمسة المذكورة على المدى الطويل، وبينت تحليلات الباحثين أن الإنتاج الصناعي هو المحدد الايجابي الأكثر للأسهم الهندية، وأن التضخم هو المحدد السلبي الأكثر لها، وأن عرض النقود يمتاز بالحيادية على المدى الطويل.

أما دراسة البازعي (١٩٩٨) فقد تخصصت بسوق الأسهم السعودي وعلاقته بالسياسة النقدية المتبعة هناك، حيث تناول الباحث عرض النقد بتعريفاته الثلاثة (M1, M2, M3) ومؤشر أسعار الأسهم في الفترة الواقعة ما بين شباط ١٩٨٥ ولغاية حزيران ١٩٩٥ مستخدما بيانات شهرية في ذلك. ولتحقيق الغاية من الدراسة في التعرف على طبيعة العلاقة ما بين أسعار الأسهم وعرض النقود في المملكة العربية السعودية، استخدم الباحث نموذج متجه الانحدار الذاتي. خلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة سببية تتجه من عرض النقود بتعريفاته الثلاثة إلى مؤشر أسعار الأسهم، وعلى هذا الأساس، كما يرى الباحث، فان عرض النقود يمكن أن يساهم في توقع أسعار الأسهم في المملكة، وبذلك فقد اعتبر الباحث أن سوق الأسهم السعودي هو سوق

غير كفؤ حسب صيغة الكفاءة شبة القوية لعدم توفر شروط تلك الكفاءة فيه، والتي تتطلب استخدام المعلومات العامة المتاحة في توقع أسعار الأسهم.

وعملت دراسة إبراهيم ويوسف (Ibrahim & Yusoff, 2001) على تحليل التفاعلات الديناميكية بين متغيرات اقتصادية كلية في ماليزيا، تمثلت في النشاط الاقتصادي الحقيقي الذي عبر عنه بمؤشر الإنتاج الصناعي الحقيقي، ومستوى الأسعار الذي تمثل بالرقم القياسي لتكاليف المعيشة، كما تم استخدام مفهوم عرض النقد الواسع M2 ليمثل العرض النقدي، ولكون الاقتصاد الماليزي يمتاز بانفتاحيته كما يرى الباحثان، تم إدخال سعر صرف الريال مقابل الدولار كمتغير رابع في تلك الدراسة، أما المتغير التابع فانحسر في مؤشر أسعار الأسهم. تم استخدام اختبار ديكي – فولر – الموسع (Augmented Dickey Fuller (ADF للتأكد من وجود حالة التكامل المشترك فيما بين المتغيرات الأربعة، حيث تبين بإمكانية وجود علاقات طويلة المدى فيما بين هذه المتغيرات. استكملت الدراسة تحليلاتها باستخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (Var) وخلصت إلى أن أسعار الأسهم في ماليزيا تنقاد بشكل كبير للتغيرات المحلية وخصوصا التغير في عرض النقد، حيث بينت الدراسة أن لعرض النقد تأثير ايجابي على أسعار الأسهم في المدى القريب، ولكن هذين المتغيرين يرتبطان بعلاقة عكسية على المدى الطويل. وطبقا لذلك، فقد أوصت الدراسة بتحذير أصحاب القرارات في السياسة النقدية في ذلك البلد بأن يكونوا مدركين لسلبية هذه العلاقة عند تطبيق سياساتهم النقدية وسياسة سعر الصرف.

وأشار وهيب (٢٠٠٥) إلى دراسة التويجري المطبقة على سوق الأسهم السعودي والتي استخدمت السلاسل الزمنية لخمسة متغيرات اقتصادية كلية اعتبرت هامة ومؤثرة في ذلك السوق، تمثلت في أسعار النفط، والدخل القومي، وأسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، وعرض النقود. وباستخدام نموذج تصحيح الخطأ من قبل الباحث تبين أن كل من النمو في الاقتصاد

المحلي وأسعار النفط وما صاحبة من ارتفاع في عرض النقود أدى إلى تحسن في أداء سوق الأسهم السعودي تمثل بالزيادة في عدد الأسهم المتداولة وحجم التداول وفي القيمة السوقية للسهم، وبلغت مرونة المؤشر العام لأسعار الأسهم بالنسبة لعرض النقود ٠,٢٧.

وأدخلت دراسة (Chen, 2005) مفهوم تقسيم سوق الأسهم إلى سوق نشط وآخر غير نشط في تحليلاتها، وهدفت إلى بحث فيما إذا كان للسياسة النقدية تأثيرات غير متماثلة على عوائد الأسهم، حيث تساءل الباحث في أي السوقين يكمن اثر السياسة النقدية الأكبر على تلك العوائد، مستخدما العوائد الشهرية على مؤشر ستاند اند بور (Standard and Poor 500) في الفترة الواقعة ما بين (١٩٦٥ – ٢٠٠٤)، وتحرت الدراسة كلا من عوائد الأسهم الاسمية والحقيقية. توصل الباحث إلى أن هناك تأثير سلبي وقوي للسياسة النقدية التشددية على عوائد الأسهم، وأن أثر السياسة النقدية يكون أكبر في الفترات التي تمتاز بوجود أسواق غير نشطة فيها، أكثر من تلك الفترات ذات الأسواق النشطة.

وانتهجت دراسات أجنبية أخرى أنماط مختلفة أيضا لمعرفة أثر السياسة النقدية على أسعار الأسهم، فقد قام أيوندس وكونتونيكاس (Ioannidis & Kontonikas, 2006) بتطبيق بيانات شهرية بأسعار الأسهم ومعدلات الفوائد لثلاثة عشر دولة، وهي الولايات المتحدة، اليابان، ألمانيا، فرنسا، ايطاليا، كندا، السويد، سويسرا، بلجيكا، هولندا، اسبانيا، فنلندا، وأخيرا بريطانيا. أدرج الباحثان إحصائيات لعوائد الأسهم في تلك البلدان بالإضافة للانحرافات المعيارية لها للفترة (١٩٧٢- ٢٠٠٢)، كما قدما إحصائيات بمعدلات الفائدة قصيرة الأجل، حيث تم اختيار المعدلات المفروضة على أذونات الخزينة ذات مدة الثلاثة شهور. اشتملت العينة على سياسات نقدية متفاوتة ما بين توسعية وانكماشية لجميع الدول، وبتطبيق طريقة المربعات الصغرى من قبل الباحثين، توصلا إلى أن ٨٠% من البلدان قيد الدراسة صاحب السياسة النقدية الانكماشية

فيها انخفاض في العوائد في سوق الأسهم، بينما في المقابل، فان زيادة أسعار الفائدة ترافق مع انخفاض في أسعار الأسهم، وذلك عن طريق معدلات خصم أعلى وتدفقات نقدية مستقبلية اقل. وتوصلت الدراسة إلى نتيجة مهمة أخرى في رأي الباحثين، وهي أن عوائد الأسهم المستقبلية تتبع السياسة النقدية أيضا. لذلك تضمنت نتائج الدراسة توعية للمستثمرين الذين يرغبون بتوسيع محافظهم الاستثمارية على مستوى عالمي بأن يكونوا مدركين لاختلاف عوائد الأسهم التي تتبع البيئات والظروف النقدية العالمية المختلفة عند إتباع مبدأ التنويع في محافظهم.

واتبع ماسكيه (Maskay, 2007) في تحليله لأثر التغير في عرض النقود على أسعار الأسهم في أمريكا نموذج الانحدار ذو المرحلتين Two- Stage Regression Model، وكان عرض النقود بمفهومة الواسع M2 في الماضي ومعدل البطالة والنفقات الحكومية الفيدرالية الحقيقية هي المتغيرات المستقلة، مستخدما بيانات ربعيه منذ الربع الأول عام ١٩٥٩ إلى الربع الثاني عام ٢٠٠٦. انتهت الدراسة إلى أن الصدمة الموجبة في عرض النقود تعمل على زيادة أسعار الأسهم، والعكس بالعكس، وأثبتت الدراسة أيضا أن التغيرات المتوقعة في عرض النقد لها أهمية أكثر من التغيرات غير المتوقعة في تحديد أسعار الأسهم.

ثانيا: الدراسات المحلية:

في دراسة الخطيب والشرع (١٩٩٤) عمد الباحثان إلى قياس مدى استجابة سوق عمان للأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية على الصعيد المحلي خلال الفترة(١٩٨٠- ١٩٩١) وخاصة فيما يتعلق بأسعار الأسهم وربحيتها وحجم التداول في السوق، وتلخصت هذه المتغيرات بمعدل نمو الإنتاج القومي، والتضخم المتوقع، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، والرقم القياسي للنمو الصناعي، وأخيرا عرض النقد بمفهومه الواسع M2 ، حيث توقع الباحثان بخصوص عرض النقد أن الزيادة فيه تؤدي إلى زيادة حجم الاستثمار، وبما أن الزيادة في الاستثمار تحتاج

إلى تمويل فان ذلك يعني أنهُ لابد من طرح أدوات تمويل جديدة، الأمر الذي يؤدي إلى إحداث آثار ايجابية على تلك الأدوات والتي يقصد بها الأسهم والسندات. استخدم الباحثان في تحليلاتهما طريقة المربعات الصغرى، ولكن الدراسة لم تتوصل إلى إثبات وجود علاقة ارتباط مثبته إحصائيا بين المتغيرات المستقلة ومنها عرض النقود (M2) وبقية المتغيرات التابعة (حجم التداول، وأسعار الأسهم، وعوائد الأسهم).

وفي دراسة بدري وخوري (١٩٩٧) لتحركات الأسهم في سوق عمان المالي، والتي هدفت إلى معرفة مدى العلاقة بين التغير في أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي والتغير غير المتوقع في العوامل الاقتصادية الكلية، استخدم الباحثان نموذج جرانجر (Granger 1989) الإحصائي الذي يرى أن كل متغير اقتصادي يمكن تفسيره بتاريخه السابق، كما ويمكن تفسيره أيضا بالتاريخ السابق لمتغيرات أخرى ذات علاقة بالمتغير نفسه، واعتمد تحليل هذه الدراسة على معلومات فصلية للفترة الواقعة ما بين (١٩٧٨- ١٩٩٤). توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين التحركات في أسعار الأسهم وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية كالرقم القياسي لأسعار المستهلك، والرقم القياسي لكمية الإنتاج الصناعي والذي تم التعبير عنه بمستوى النشاط الاقتصادي الأردني، في حين أن تلك الدراسة لم تجد تأثيرا ذو دلالة إحصائية لبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى كعرض النقد وأسعار الفائدة وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار على أسعار الأسهم.

وتم تحديد ستة متغيرات في دراسة سلامة (١٩٩٧) شملت حوالات المغتربين الأردنيين، وقدوم المغتربين الأردنيين لقضاء إجازاتهم في الأردن، والفائدة والعمولة التي تتقاضاها البنوك والمؤسسات المالية على القروض، وسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، وودائع القطاع الخاص لدى الجهاز المصرفي، بالإضافة إلى عرض النقود بمفهومه الواسع

(M2)، وباستخدام الباحث لأسلوب الانحدار المتعدد من اجل معرفة أثر هـذه العوامـل علـى أسعار الأسهم، توصل إلى أن هناك متغيرين من بين هذه المتغيرات الستة لهما تـأثير واضـح على أسعار الأسهم وهما عرض النقود بالإضافة لسعر صرف الدينار الأردني مقابل الـدولار. وبما أن الحكومة، قامت بتحديد سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار فان ذلك يخفف مـن أثر المتغير الثاني كما يرى الباحث، وتبقى أسعار الأسهم عرضة للتغير في عرض النقد.

وتعلقت دراسة الزعبي (١٩٩٨) بتأثير العوامل الاقتصادية الكلية علـى المؤشـر العـام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة ١٩٧٨- ١٩٩٨، مستخدمة طريقة المربعات الصغرى العادية، حيث اعتبر الباحث أن كل من الناتج القومي الإجمالي، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، والنمو في عرض النقد بمفهومه الواسع (M2)، وإبطاء مؤشر السوق لفتـرة سـابقة كمتغيرات مستقلة، وأن مؤشر الرقم القياسي لأسعار الأسهم كمتغير تابع. وباستخدام النمـوذج المذكور، انتهت الدراسة إلى أن سوق عمان المالي يستجيب للمتغيرات الاقتصادية مجتمعة، أما في حالة أخذ كل متغير على حدة فقد تبين لدى الباحث أن قيمة (t) الإحصائية غير معنويـة للمتغيرات السابقة باستثناء مؤشر السوق لفترة سابقة، بمعنى أن المتغير التابع يتأثر بسلوكه في فترة زمنية سابقة.

وتناولت دراسة الرفاعي (١٩٩٩) بعض المتغيرات الاقتصادية الكليـة كعـرض النقـود بمفهومة الواسع (M2)، وسعر الفائدة، والتضخم، وسعر صـرف الـدينار، والنـاتج المحلـي الإجمالي، وحوالات العاملين في الخارج، وتضمنت عوامل خارجية أخرى كأثر التداول بـسهم البنك العربي بصفته إحدى كبرى الشركات المدرجة في سوق عمان المالي بالإضافة لأثر برامج التصحيح الاقتصادي، وحاول الباحث معرفة أثر هذه المتغيرات على أداء الـسوق بمتغيراتـه المتمثلة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة في الفترة ١٩٧٨ –

١٩٩٩، واعتمد الباحث في تحليل بياناته السنوية على طريقة المربعات الصغرى العادية. توصلت الدراسة إلى أن لعرض النقود بمفهومة الواسع (M2) تأثير ايجابي على كل من أسعار الأسهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية.

وهدفت دراسة الشركس (Al-Sharkas, 2004) إلى معرفة العلاقة التوازنيسة طويلة الأجل ما بين عوائد الأسهم ومتغيرات اقتصادية كلية ذات علاقة بسوق الأسهم الأردني وهي النشاط الاقتصادي الحقيقي ممثلا بمؤشر الإنتاج الصناعي (IP)، وعرض النقد بمفهومة الواسع (M2)، والتضخم متمثلا أيضا بالرقم القياسي لتكاليف المعيشة (CPI)، بالإضافة لسعر الفائدة والمتمثل بالمعدلات المفروضة على أذونات الخزينة. وباستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model (VECM) Johanson) الذي طبق على العينة المؤلفة من ٩٢ مشاهدة في الفترة الممتدة من آذار ١٩٨٠ إلى كانون ثاني ٢٠٠٣، توصل الباحث إلى أن لزيادة عرض النقد أثر ايجابي على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، وأن المتغيرات الاقتصادية المختارة تتكامل فيما بينها تكاملا مشتركا، أي أنة يوجد علاقة توازن فيما بينها، وبذلك فإن لها مجتمعة تأثير واضح على عوائد الأسهم على المدى الطويل.

إن كل ما سبق من دراسات سابقة يظهر اختلافات في آراء الباحثين في تحليلاتهم لبحث العلاقة فيما بين عرض النقود والأسواق المالية، وتباين في نتائجهم، فبينما نجد أن عددا من هؤلاء الباحثين توصلوا إلى أن أسعار الأسهم عرضة للتغير في عرض النقود كما هو في دراسة سلامة (١٩٩٧)، والبازعي (١٩٩٨)، وماسكية (Maskay, 2007) والتي تؤكد جميعها على التأثير الايجابي لعرض النقود على أسعار الأسهم، بالإضافة لدراسة وهيب (٢٠٠٥) والرفاعي (١٩٩٩) اللتان أثبتتا أن أسعار الأسهم وحجم التداول وعدد الأسهم المتداولة تستجيب بشكل ايجابي للزيادة في عرض النقود. تجد في المقابل أن آخرون توصلوا إلى عدم وجود تأثير

ذو دلالة إحصائية لعرض النقود على أسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي كما هو في دراسة بدري وخوري (١٩٩٧) والخطيب والشرع (١٩٩٤)، وكذلك دراسة الزعبي (١٩٩٨) والتي افترضت بعدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية نتيجة التغير في عرض النقود على أسعار الأسهم، على الرغم من أن الباحث أكد في تلك الدراسة على وجود تأثير للمتغيرات الاقتصادية الكلية مجتمعة على سوق الأسهم. وأثبت آخرون كما هو في دراسة ناكا وزملاؤه (Naka *et al*, 1998) حيادية عرض النقود على المدى الطويل في تأثيرها على سوق الأسهم الهندية. بينما أكدت دراسة إبراهيم ويوسف (Ibrahim & Yusoff, 2001) على سوق الأسهم الماليزي بتأثير عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) السلبي على مؤشر أسعار الأسهم على المدى الطويل، وأن هذا الأثر يمكن أن يكون ايجابي ولكن على المدى القصير فقط. ومن جهة أخرى بينت دراسة الشركس (Al-Sharkas, 2004) تأثير عرض النقود الايجابي على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي، أما دراسة (Chen, 2005) ودراسة أيوندس وكونتونيكاس (Ioannidis & Kontonikas, 2006) فقد أثبتتا أن للسياسة النقدية الانكماشية تأثير سلبي على عوائد الأسهم. الأمر الذي يدعوا في نهاية المطاف إلى ضرورة التعمق في بحث علاقة عرض النقود بأسواق الأوراق المالية، والقيام بدراسات تجريبية أخرى للوقوف في النهاية على التفسير الصحيح لها ما أمكن ذلك.

ويتبين كذلك من الدراسات المحلية السابقة في أنها اعتمدت في تحليلاتها للسلاسل الزمنية على تطبيق نماذج إحصائية تقليدية بسيطة في معالجتها لتأثير المتغيرات الاقتصادية على سوق عمان المالي، فقد طبقت دراسات كل من الخطيب والشرع (١٩٩٤) والرفاعي (١٩٩٩)، والزعبي (١٩٩٨) نموذج المربعات الصغرى، في حين قامت دراسة سلامة (١٩٩٧) على نموذج الانحدار المتعدد، واعتمدت دراسة بدري وخوري (١٩٩٧) على تطبيق نموذج جرانجر،

وعلى هذا الأساس فإننا نستطيع القول بأن جميع الدراسات المحلية السابقة لـم تختبـر مـدى استقرارية تلك المتغيرات المستخدمة، وما ينتج عنها من انحدار زائف فيما بين المتغيرات غير الساكنة، مما قد يؤدي في النهاية إلى تقديرات غير دقيقة في النتائج، وإن كانت دراسة الشركس Al-Sharkas (2004) قد طبقت نموذج متجه تصحيح الخطأ (Vector Error Correction Model (VECM)) وتم التأكد فيها من استقرارية البيانات، إلا أنها لم تستخدم متغيرات تابعة سوى عوائد الأسهم فقط، لذلك فقد جاءت هذه الدراسة لسد تلك الثغـرات فـي ظـل النمـوذج المستخدم (VAR). من جهة أخرى اهتمت الدراسات المحلية السابقة بمعرفة أثـر المتغيـرات الاقتصادية على أسعار الأسهم فحسب كما هو في دراسة بدري وخـوري (١٩٩٧)، وسـلامة (١٩٩٧)، والزعبي (١٩٩٨) متجاهلة حجم التداول ومعدل دوران الأسـهم، وعوائـد الأسـهم وغيرها من العوامل التي قد تدخل ضمن أداء السوق، وإن كانت دراسـة الخطيـب والـشرع (١٩٩٤) قد أدخلت حجم التداول وربحية الأسهم، ودراسة الرفاعي (١٩٩٩) التي أدخلت حجـم التداول وعدد الأسهم المتداولة، كمتغيرات تابعة بالإضافة لأسعار الأسهم، إلا أن معـدل دوران الأسهم لم يتم التطرق له على الإطلاق، لذلك فقد جاءت هذه الدراسة لتحوي عـدد أكبـر مـن المتغيرات التابعة في بورصة عمان، على أمل أن تغطي هذه المتغيرات أداء البورصة ما أمكن.

الفصـــل الثـــالث

سوق عمان للأوراق المالية

يعد سوق عمان المالي أحد أكثر الأسواق المالية فاعلية في العالم العربي، ومـــن أكثـــر الأسواق المفتوحة على المستثمر حجما ونموا في المنطقة، وكذلك من أكثر الأســـواق انفتاحـــا للمستثمرين الأجانب خاصة بعد أن تم رفع سقف الملكية الأجنبية في عـــام ١٩٩٧، بالإضـــافة لمختلف القوانين والتشريعات التي هدفت إلى خلق مناخ ملائم للاستثمار فـــي الأوراق الماليـــة، تتحقق فيه العدالة والشفافية وحماية المستثمرين (قطروز، ٢٠٠٤).

٣- ١ نشأة سوق عمان للأوراق المالية وتطوره:

بدأ إنشاء الشركات المساهمة العامة في الأردن منذ فترة طويلة سبقت إنشاء سوق عمـــان المالي، فقد تم إنشاء البنك العربي كأول شركة مساهمة عامة عام ١٩٣٠، ثم تلاها شركة التبغ والسجائر الأردنية عام ١٩٣١، وشركة الكهرباء الأردنية عام ١٩٣٨، وشركة مصانع الاسمنت الأردنية عام ١٩٥١، إلى أن بلغ عدد هذه الشركات إلى ٦٦ شركة عام ١٩٧٨، كما تم إصدار إسناد القرض لأول مرة في الأردن في أوائل الستينات. وقد تم التداول بأسهم تلك الشركات منذ بدايات نشوءها في أوائل الثلاثينات من القرن الماضي، وذلك من خلال بعض المكاتب العقارية غير المتخصصة والوسطاء غير المتفرغين، دون أن تكون هناك أسعار معلنة، مما جعل مـــن تلك العمليات من أن تكون مكلفة لكلا البائع والمشتري، وزاد ذلك أيضا من التقلبات في أســـعار البيع أو الشراء، وقد دعا ظهور السوق غير المنظم للأوراق المالية في المملكة الحكومة بالتفكير جديا في إنشاء سوق منظم لتداول الأوراق المالية فيه (موقع بورصة عمان الالكتروني).

ويعود الفضل في إنشاء سوق عمان المالي إلى كل من الجهود الذي بذلها البنك المركزي، والدعم الحكومي، وما أوصت به خطط التنمية المتلاحقة، بالإضافة للاستعانة بخبرات مؤسسة التمويل الدولية ((International Finance Corporation (IFC))، ونتيجة لذلك قام البنك المركزي وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية المنبثقة عن البنك الدولي في عامي ١٩٧٥، ١٩٧٦ بإجراء دراسات بينت أن حجم الاقتصاد الوطني، ومساهمة القطاع الخاص فيه من خلال الشركات المساهمة العامة يبرزان أهمية إنشاء السوق المالي، الأمر الذي أدى إلى صدور القانون المؤقت رقم ٣١ لسنة ١٩٧٦ والذي تم بموجبة إنشاء سوق عمان المالي، حيث باشر عملة بتاريخ ١٩٧٨/١/١، وتم تحديد أهداف السوق آنذاك بما يلي: (أبو موسى، ٢٠٠٥)

١) تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتوجيه المدخرات لخدمة الاقتصاد الوطني.

٢) تنظيم ومراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها بما يكفل سلامة هذا التعامل وسهولته وسرعته، وبما يضمن مصلحة البلد المالية، وحماية صغار المدخرين.

٣) جمع الإحصاءات والمعلومات اللازمة لتحقيق أهداف السوق.

ويعد إنشاء سوق عمان المالي من الخطوات البارزة في مسيرة تطوير القطاع المالي في الأردن، وذلك بهدف تحقيق الاستغلال الأفضل للموارد المالية المتاحة، وتبرز أهميته فيما يقدمه للشركات من مساعدة في تمويلها بما فيها الشركات حديثة التأسيس، كما يساعد على تنمية مدخرات الأفراد وتوجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني، ويقوم باستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وما يتبع ذلك أيضا من تزويد الصناعات المحلية بالمعرفة والتكنولوجيا الخارجية (الرفاعي، ١٩٩٩).

ونتيجة للعولمة والتطور الكبير الذي حدث في العالم في شتى المجالات، وما نتج عنة من تطبيق معايير عالمية فيها، فإن ذلك أدى إلى ظهور تحديات كبيرة أمام دول العالم النامي، ومن الجدير بالذكر أن الأردن كان من بين الدول التي أدركت هذه التحديات، وبدأ بإصدار العديد من التشريعات الاقتصادية، حيث كان من أهم تلك التشريعات هو صدور قانون الأوراق المالية لعام ١٩٩٧، والذي هدف إلى إحداث نقلة نوعية في تاريخ سوق رأس المال الأردني، وقد عملت الحكومة على إعادة هيكلة تنظيم السوق وتطويرها بما يتلاءم مع المعايير الدولية، وبما يتوافق مع رفع مستوى الشفافية وتحقيق سلامة التعامل بالأوراق المالية، وبذلك فقد تم فصل الدور الرقابي والتشريعي في سوق رأس المال عن الدور التنفيذي (قطروز، ٢٠٠٤).

وبناءا على ذلك فقد تم انقسام سوق عمان المالي إلى ثلاث مؤسسات جديدة وهي:

أ) هيئة الأوراق المالية (Jordan Securities Commission):

وهي هيئة حكومية تتمتع باستقلال مالي وإداري، تقوم بمراقبة إصدار الأوراق المالية والتعامل بها، وتعمل على تنظيم ومراقبة أعمال ونشاطات الجهات الخاضعة لرقابتها وهي البورصة ومركز الإيداع وتوافق على انظمتها وتعليماتها، كما تنظم عملية الإفصاح عن المعلومات المتعلقة بالأوراق المالية وتعد مشاريع القوانين والأنظمة المتعلقة بها، بالإضافة لمنح التراخيص المصدرة وتحديد العمولات التي تتقاضاها شركات الخدمات المالية.

ب) مركز إيداع الأوراق المالية (Securities Depository Center):

تم إنشاء هذا المركز بتاريخ ١٩٩٩/٥/١، بهدف تحقيق الأمان في التعامل في الأوراق المالية، وحفظ ملكية تلك الأوراق في أسواق التداول، والذي يعمل على تسجيل ونقل ملكية الأوراق المتداولة، وتسوية أثمان الأوراق المالية بين الوسطاء. ويتمتع المركز بشخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري أيضا.

ج) بورصة عمان / سوق الأوراق المالية (Amman Stock Exchange) (ASE) :

تمثل السوق المنظم لتداول الأوراق المالية في المملكة، وتعتبر الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة ذلك الدور، وتخضع لرقابة هيئة الأوراق المالية وذلك استنادا إلى أحكام قانون الأوراق المالية المذكور لسنة ١٩٩٧، غير أن قانون الأوراق المالية الجديد رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ سمح بإنشاء أكثر من سوق لتداول الأوراق المالية في المملكة، وتتمتع بورصة عمان للأوراق المالية كذلك بشخصية اعتبارية، واستقلال مالي وإداري، ولا تهدف إلى الربح، حيث باشرت أعمالها اعتبارا من ١١ / ٣ / ١٩٩٩.

وعلى أساس هذا التقسيم، فإن هيئة الأوراق المالية هي هيئة حكومية تتولى الدور الرقابي والتشريعي، بينما يتولى كل من بورصة عمان ومركز إيداع الأوراق المالية، وهما مؤسستان تداران من قبل القطاع الخاص ولا يهدفان إلى الربح، الدور التنفيذي.

تابعت هيئة الأوراق المالية جهودها من أجل توفير المناخ المناسب للاستثمار في الأوراق المالية وفق أحدث المعايير حتى يكون سوقا كفؤا تتوفر فيه العدالة والشفافية وتعزز فيه حماية المستثمرين، واستمر إقرار التشريعات الخاصة بالبورصة ومركز الإيداع، كتعليمات إدراج الأوراق المالية، وتعليمات تسجيل تلك الأوراق ونقل ملكيتها، كما اهتمت الهيئة بموضوع الإفصاح عن المعلومات المالية وغير المالية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية وفق معايير المحاسبة والتدقيق الدولية. كما تم إصدار قانون جديد للأوراق المالية يحمل الرقم (٧٦) الصادر بتاريخ ٢٠٠٢/١٢/٣١ الذي تم تطبيقه في عام ٢٠٠٣ ليواكب التطورات التشريعية والفنية والتنظيمية على المستويين المحلي والدولي لمعالجة الثغرات في القانون السابق. وكذلك تابعت الهيئة حضورها في المؤسسات الدولية والعربية، وعملت على تعزيز العلاقات وتبادل الخبرات مع هيئات الرقابة المماثلة في أسواق رأس المال العربية منها والأجنبية، وتوجت بفوزها

بالمركز الأول لعام ٢٠٠٥ بجائزة الملك عبد الله لتميز الأداء الحكومي والشفافية للمؤسسات الحكومية. وفيما يتعلق بمركز الإيداع فقد شهد تطورات هامة حيث تم تطبيق نظام التقاص والتسوية الالكتروني، وتم تجهيز البرمجيات والأجهزة اللازمة، وإصدار التشريعات الضرورية لإتمام تشغيل هذا النظام. وشهد عام ٢٠٠٥ إصدار عدد من التشريعات المنظمة لفعاليات سوق رأس المال الأردني كتعليمات الترخيص والاعتماد للخدمات المالية وتنظيمها، كما تم إصدار تعليمات جديدة بخصوص الإفصاح، وكذلك تعليمات جديدة لإصدار الأوراق المالية وتسجيلها (تقارير هيئة الأوراق المالية السنوية ٢٠٠١، ٢٠٠٤، ٢٠٠٥).

أما بالنسبة للتطور الذي شهدته بورصة عمان نفسها، فقد تم إصدار تعليمات جديدة للإفصاح خاصة بالبورصة عام ١٩٩٩، حيث تم تحديد المعلومات والبيانات والسجلات التي يتوجب على البورصة الإفصاح عنها، كما وتم إصدار معايير السلوك المهني التي تحكم عمل كل من أعضاء البورصة ومجلس إدارتها ومديرها التنفيذي والموظفين. وما ينبغي ذكره أيضا هنا هو التطور الهام الذي حدث للبورصة في أوائل عام ٢٠٠٠، حيث بدأ العمل بنظام التداول الإلكتروني، وذلك من أجل مواكبة التطورات الحديثة في العالم، فضلا عما يعالجه من مشكلات التداول اليدوي وما ينتج عن ذلك من توفير الشفافية اللازمة لعمليات التداول، بالإضافة للسهولة والعدالة في تنفيذ الصفقات (الفيومي، ٢٠٠٣).

ومن الجدير بالذكر أن بورصة عمان قد وصلت إلى مراحل متقدمة إذا ما قورنت ببورصات الدول النامية، وما يؤكد ذلك هو تصنيفها من قبل ستاند أند بور (S&P 500) في عام ٢٠٠١ كواحدة من أفضل البورصات الناشئة في العالم، واحتلت المرتبة الخامسة بين تلك البورصات في عام ٢٠٠٢ من قبل نفس المؤشر، لما تتمتع به من مزايا كاستخدام نظام التداول

الإلكتروني، وتطبيق نظم متطورة في مجال التسوية والتقاص، وكذلك السماح لغير الأردنيين بالاستثمار في الأوراق المالية (قدومي، ٢٠٠٦).

ونتيجة لمعايير التطورات الهامة التي شهدها سوق رأس المال الأردني، فقد أصدرت المؤسسة الاستشارية الأمريكية للاستثمار Wilshire Associates تقريرا يتضمن قائمة الدول الناشئة التي تتمتع بمناخ ملائم للاستثمار في سوق الأوراق المالية، حيث احتل فيه سوق رأس المال الأردني المرتبة العاشرة في عام ٢٠٠٤، بعد أن كان في المرتبة الثانية عشرة في عام ٢٠٠٣، علما بأن هذا التقرير يعد لصالح صندوق المؤسسة الأمريكي California Public Employees' Retirement System (CalPERS) وهو صندوق استثمار أمريكي ضخم تبلغ قيمة موجوداته حوالي ١٦٨ مليار دولار أمريكي، يتم استثمارها في مختلف دول العالم، ومن ضمنها الأسواق الناشئة (تقرير الهيئة السنوي ٢٠٠٤).

٣- ٢ كفاءة سوق عمان للأوراق المالية:

تنعكس آثار أي معلومات جديدة سارة بصورة ايجابية على أسعار الأسهم في السوق الكفؤ، كما تنعكس آثار أي معلومات جديدة غير سارة بصورة سلبية أيضا على ذلك السوق، وتعني كفاءة السوق المالي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية المعروضة تعكس واقع الأوراق المالية من حيث قوتها وضعفها، وبالتالي يصعب وجود حالات تمكن بعض المستثمرين من جني أرباح أو عائدات غير عادية (سويلم، ١٩٩٢). وإذا كان السوق كفؤ فإن المعلومات الواردة إليه تنعكس على أسعار الأسهم، بمعنى أن هذه المعلومات والتوقعات ينشأ عنها ردود أفعال من قبل المستثمرين تتمثل في ارتفاع أو انخفاض في مستويات أسعار الأسهم المتداولة، وكذلك في حجم التداول (الزعبي، ١٩٩٨).

على الرغم من كل الإنجازات التي حققتها سوق عمان للأوراق المالية والتي طالت العديد من المجالات التنظيمية والتقنية لمواكبة حاجات السوق المحلية والعالمية، إلا أنه وكبقية الأسواق العربية والنامية يعاني من عدم توفر الكفاءة المطلوبة فيه مقارنة بالدول المتقدمة والقريبة لحد الكفاءة، وهذا ما أثبته دراسات عدة قامت باختبار كفاءة السوق على المستوى شبه القوي وهو نوع الكفاءة التي عنيت به الدراسة، فقد بين المطوري (١٩٩٦) – في دراسة المشار إليها في دراسة هيلات (٢٠٠٣)- أن سوق عمان للأوراق المالية يتسم بعدم الكفاءة، وذلك من خلال دراسته لسلوك العائد غير العادي في الأسابيع التي سبقت وتلت الإعلان بخصوص توزيع أرباح على شكل أسهم مجانية لأسعار جميع الشركات المدرجة في سوق عمان المالي التي وزعت أسهم مجانية خلال الأعوام (١٩٧٨- ١٩٩٣) والبالغة ٣٠ شركة، حيث وجد أن أسعار الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية لا تعكس الكفاءة شبه القوية.

وأشارت دراسة الشواورة (٢٠٠٨) إلى مجموعة دراسات تعلقت بكفاءة سوق عمان المالي حسب الصيغة شبه القوية، كدراسة رمضان (١٩٨٧) التي توصلت إلى عدم توفر شروط الكفاءة فيه، وإلى عدم كفاية الإفصاح المالي عن الشركات المدرجة لديه، بالإضافة لعدم توفيرالحماية الكافية للمستثمر من الغش والتلاعب من قبل القوانين والتشريعات الموضوعة، مما يشير إلى عدم الكفاءة والعدالة في تسعير الأسهم، ويدل على عدم كفاءة السوق حسب الصيغة شبه القوية. وكذلك دراسة ياسين (١٩٩١) التي هدفت إلى اختبار مدى كفاءة تسعير أسهم مؤسسات الجهاز المصرفي لسوق عمان المالي حسب الصيغة شبه القوية لكفاءة الأسواق، وانتهت الدراسة إلى عدم كفاءة تسعير الأسهم في السوق طبقا لتلك الصيغة. أما دراسة زعلان (١٩٩٦) – المشار إليها بدراسة الشواورة أيضا – فقد قامت باختبار الصيغة شبه القوية في سوق عمان المالي من خلال تتبع أثر المعلومات الخاصة بتوزيع الأسهم المجانية على أسعار أسهم الشركات المدرجة

في السوق، ومعرفة اتجاه هذه الأسعار وسرعة تجاوبها مع المعلومات الجديدة، حيث خلص الباحث إلى أن الأسعار في سوق عمان المالي لا تعكس الكفاءة شبة القوية.

يعتقد البعض بأن ضعف كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول النامية يعود إلى عدم انتظام توزيع المعلومات ودقتها، واعتياد الشركات في هذه الدول على التأخر في إصدار تقاريرها السنوية، بالإضافة إلى قلة المعلومات الأخرى التي تقوم بتوزيعها (خوري وغرايبه، ١٩٩٤). ومن أهم العوامل التي تسهم في تدني مستوى الكفاءة في الدول النامية بشكل عام وبورصة عمان بشكل خاص هو ضيق هذه الأسواق وحداثتها، وقلة الخبرة الاستثمارية فيها، وضعف الاتصال وانسياب المعلومات فيها أيضا، وندرة المحللين والمستشارين الماليين ذوي الخبرة، بالإضافة إلى فقدان أدوات مالية استثمارية هامة أخرى كالخيارات (options) والمستقبليات (futures) (مقابله وبرهومه، ٢٠٠٢).

٣- ٣ أقسام السوق:

ينقسم سوق الأوراق المالية الأردني إلى نوعين هما: (تقارير مختلفة لسوق عمان المالي)

١) السوق الأولي (سوق الإصدار):

يختص هذا السوق في التعامل بالإصدارات الجديدة لأسهم وسندات الشركات القائمة وحديثة التأسيس، حيث يقوم مصدرو الأوراق المالية بعرض أوراقهم على المدخرين للاكتتاب بها.

٢) السوق الثانوي (سوق التداول):

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية المصدرة أصلا في السوق الأولي، ليتم بيعها أو شراءها في هذا السوق. وينقسم السوق الثانوي إلى أربعة أسواق فرعية (موقع بورصة عمان الالكتروني) وهي:

أ) السوق النظامي: يقتصر التعامل في هذا السوق على الأوراق المالية التي تحكمها شروط إدراج خاصة بها تحددها لجنة إدارة السوق، ويمتاز هذا السوق بأن له مكان محدد.

ب) السوق الموازي: يتم التعامل في هذا السوق بالأوراق المالية للشركات حديثة التأسيس التي لم تحقق شروط الإدراج في السوق النظامي بعد، لذلك فهو يعتبر سوق تمهيدي للشركات المساهمة العامة التي تسعى للإدراج، ويعمل على تحقيق عنصر السيولة اللازمة لأسهم هذه الشركات. وقد تم استحداث هذا السوق عام ١٩٨٢ لمواجهة الفائض في الطلب على الأسهم الذي حدث في تلك الفترة، والذي تمثل بارتفاع في أحجام التداول وعدد الأسهم المتداولة في السوق النظامي، حيث تم تغطية ذلك عن طريق الأسهم في السوق الموازي.

ج) سوق السندات: تشتمل السندات المتداولة في سوق عمان للأوراق المالية على سندات التنمية وإسناد القرض، ويتصف هذا السوق بأنة ضيق من حيث حجم التداول وذلك لعدم تنوع السندات فيه.

د) سوق عمليات التحويل خارج القاعة (المستثناه من التداول): تتكون التحويلات خارج القاعة من التحويلات العائلية من الدرجة الأولى حتى الثالثة، والتحويلات الإرثيه والتحويلات خارج المملكة، بالإضافة إلى تحويلات الشركات غير المدرجة. وتتم التعاملات عادة من خلال الدائرة القانونية، وغالبا ما تكون العمولة التي يتقاضاها السوق أقل من تلك المحددة للتحويلات أو التعاملات داخل القاعة.

أما الأوراق المالية التي يتم التداول بها في بورصة عمان فتتمثل بأسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية، وسندات وأذونات الخزينة، وإسناد القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة.

٣- ٤ تطور الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في سوق الأسهم الأردني خلال فترة الدراسة:

تشير مسيرة التنمية الاقتصادية الأردنية منذ عام ١٩٦٧ إلى فترات أربع، أولها فترة الاضطرابات وعدم الاستقرار (١٩٦٧-١٩٧٣)، تليها فترة الازدهار والانتعاش (١٩٧٤-١٩٨٢)، ثم فترة التراجع والانحسار (١٩٨٣- ١٩٨٨)، وأخيرا فترة التكيف والتصحيح (فترة ما بعد ١٩٨٩) (الوزني، ٢٠٠١).

لقد حقق سوق الأوراق المالية الأردني تطورات هامة في كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم منذ لحظة نشوئه عام ١٩٧٨ ولغاية الآن، على الرغم من مروره بفترات ركود أحيانا وفترات تراجع أحيانا أخرى، بسبب الظروف والأوضاع السياسية والاقتصادية الصعبة التي شهدتها المنطقة وأثرت على الاقتصاد الوطني بشكل عام وعلى سوق الأوراق المالية بشكل خاص، الا أن السوق استطاع أن يتجاوز كل هذه الظروف وأن يسجل انجازات قياسية بمؤشراته الرئيسية في بعض الفترات، وهذا ما يتضح من خلال الجداول أرقام (١)، و(٢)، و(٣) القادمة.

فمنذ إنشاء سوق عمان المالي في عام ١٩٧٨ وحتى تأسيس البورصة ومباشرة أعمالها في ١٩٩٩/٣/١١، قطع سوق رأس المال الأردني شوطا لا بأس به من التطور، حيث ازداد حجم التداول الكلي فيه من ٥٦١٥,٩ (ألف دينار) في عام ١٩٧٨ إلى ٤٦٤٣٧٤,٣ (ألف دينار) في عام ١٩٩٨، وبلغ الرقم القياسي لأسعار الأسهم ١٧٠,١ (نقطة) عام ١٩٩٨ مقارنة بـ ٥٨,٦ (نقطة) في عام ١٩٧٨، أما بالنسبة لعدد الشركات المدرجة فقد ارتفع أيضا إلى ١٥٠ شركة مساهمة في عام ١٩٩٨ بعد أن كان ٦٦ شركة فقط في عام ١٩٧٨. ثم تابعت هذه الأرقام تطورها في حلة سوق عمان المالي الجديدة منذ تاريخ تأسيس البورصة ولغاية الآن، حيث ارتفع

الرقم القياسي لأسعار الأسهم ليصل إلى ٥٥١,٨ (نقطة) عام ٢٠٠٦، وكذلك ازداد حجم التداول ليصل إلى ١٤,٢ مليار دينار، أما عدد الشركات المدرجة فقد ارتفع إلى ٢٢٧، في نفس العام (٢٠٠٦)، بينما ارتفع معدل دوران السهم إلى ١٠١,١% بعد أن كان ١٨,٦% في عام ١٩٩٩ (تقرير سوق عمان المالي، ١٩٩٨)،(تقارير الهيئة السنوية ١٩٩٩، ٢٠٠٦).

٣- ٤- ١ الرقم القياسي لأسعار الأسهم:

تعتبر الأرقام القياسية لأسعار الأسهم من أهم المؤشرات في الأسواق المالية، حيث تبدي فكرة عامة عن اتجاه السوق وتدل على مستويات الأسعار وتحديد الاتجاه العام لها، ويمكن استخدامها لقياس التغيرات التي تطرأ على الأسعار خلال فترة معينة مقارنة بفترة أخرى، كما وتفيد المستثمر في اتخاذ قراراته الاستثمارية. وقد بدأ سوق عمان المالي في مطلع عام ١٩٨٠ باحتساب رقم قياسي عام غير مرجح لقياس حركة أسعار الأسهم عن طريق اختيار عينة مكونة من ٣٨ شركة من كافة القطاعات لتمثل السوق، حيث تم تحديد أسعار افتتاح تداول الأول من كانون الثاني من ذلك العام كفترة أساس ليكون الرقم القياسي فيه بمقدار ١٠٠ نقطة. غير أنه وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية تم تعديل ذلك المؤشر عام ١٩٩٢ واستحداث رقم جديد مرجح بالقيمة السوقية بهدف الوصول إلى رقم قياسي يمكن له أن يمثل حركة الأسعار بشكل أفضل، وحدد عام ١٩٩١ كفترة أساس ليكون الرقم القياسي فيه هو ١٠٠ نقطة (إغلاق كانون أول ١٩٩١ = ١٠٠، تم تغييره ليصبح ١٠٠٠ نقطة منذ بداية عام ٢٠٠٤)، أما عدد الشركات الممثلة للسوق فكان خمسين شركة، زاد عددها إلى ستين شركة في عام ١٩٩٤، وإلى سبعين في عام ٢٠٠١، وأخيرا ١٠٠ شركة في عام ٢٠٠٧، وقد تم اعتماد خمسة معايير لاختيار عينة الرقم القياسي بحيث تعكس حجم الشركات ومدى سيولتها، تمثلت هذه المعايير الخمسة في القيمة السوقية للشركة، وعدد أيام التداول، ومعدل دوران السهم، وحجم التداول، وعدد الأسهم

المتداولة، كما تم أخذ التمثيل القطاعي بعين الاعتبار عند اختيار العينة، ولكي تعكس الأرقام القياسية الصورة الحقيقية لتغيرات أسعار الأسهم فإنه يتم مراجعة عينة الشركات المختارة سنويا وبشكل دوري، من خلال دراسة نشاط الشركات المدرجة في البورصة، بحيث تضاف الشركات النشيطة إلى العينة، بينما يتم سحب الشركات غير النشيطة منها، ويمكن أيضا إجراء بعض التعديلات الطارئة، كإيقاف بعض الشركات عن التداول لفترة طويلة أو شطب إدراج هذه الشركات (موقع بورصة عمان الالكتروني).

يبين الجدول التالي رقم (١) الرقم القياسي القطاعي، والعام المرجح لأسعار الأسهم، باعتماد عام ١٩٩١ كفترة أساس، ويتضح من الجدول أن الرقم القياسي حقق نجاحا ملحوظا في جميع القطاعات عبر السنوات الأربعة الأولى من عمر السوق (١٩٧٨- ١٩٨٢)، وتحقق أعلى رقم قياسي كلي في عام ١٩٨١، عندما ارتفع من ٧٥٧,٥ نقطه عام ١٩٨٠ إلى ١٢٠١,٨ نقطة عام ١٩٨١، بزيادة مقدارها ٥٨,٧%، مما يشير إلى الزيادة في طلبات الشراء في تلك الفترة.

إلا أن الفترة (١٩٨٣- ١٩٨٦) أظهرت بعض مظاهر الركود التي حلت بالسوق، حيث أبدت تراجع بنشاطه في قطاعات البنوك والشركات المالية والخدمات، في حين توقف هذا التراجع في قطاعات التأمين والصناعة والتعدين والطاقة الكهربائية في نهاية ١٩٨٥. وانخفض الرقم القياسي لأسعار الأسهم من ١٣٨٢,٥ نقطه عام ١٩٨٢ إلى ١٠٤٢,١ نقطه عام ١٩٨٣ بنسبة انخفاض قيمتها ٢٤,٦%، إلى أن وصل إلى أدنى مستوى له في تلك الفترة في عام ١٩٨٦ حيث تدنى إلى ٧٢٣,٥ نقطه، ولا شك أن للحرب العراقية الإيرانية، وأحداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط، وانعكاس ذلك على تحويلات العاملين الأردنيين في الخارج، أثرا سلبيا على فعاليات السوق في تلك الفترة (الخطيب والشرع، ١٩٩٤).

بدأت أسعار الأسهم بالتحسن في الفترة (١٩٨٧- ١٩٨٩) في معظم القطاعات وبدرجات متفاوتة، باستثناء قطاع التأمين الذي شهد ارتفاعا في عامي ١٩٨٧ و ١٩٨٨، ثم تراجع عام ١٩٨٩، وارتفع الرقم القياسي العام في عام ١٩٨٧ بنسبة مئوية تفوق عام ١٩٨٦ بمقدار ١٠,١%، إلى أن بلغ ٩٣٢,٧ نقطة عام ١٩٨٩، ويعود ذلك التحسن إلى النمو في حركة التعامل في السوق نتيجة للإجراءات الاقتصادية والمالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة خلال تلك الفترة التي هدفت إلى زيادة معدلات النمو الاقتصادي وإعادة التوازن لموازنة الدولة وميزان مدفوعاتها، حيث قامت بإتباع سياسة الاعتماد على الذات، والتوجه نحو زيادة الادخار والاستثمار في مختلف القطاعات الاقتصادية، وإعطاء مرونة أكبر لسعر صرف الدينار الأردني عن طريق تعويمه، وما أدى ذلك ببعض المستثمرين إلى اقتناء العملات الأجنبية وحفز البعض الآخر للإقبال على الاستثمار بالأوراق المالية. الأمر الذي أتاح الفرصة للسوق ليحقق انجازات ونشاطات وزيادة في أعداد المستثمرين والتي انعكست نتائجها في مؤشرات أداء السوق (تقريري سوق عمان المالي ١٩٨٨، ١٩٨٩).

أما في عام ١٩٩٠ فقد شهدت المنطقة أحداث حرب الخليج التي أثرت على الاقتصاد الأردني بشكل عام وألحقت به خسائر مادية كبيرة، وأدت إلى تراجع في أداء سوق عمان المالي الذي انعكس بانخفاض مؤشرات السوق، حيث انخفض الرقم القياسي لأسعار الأسهم لجميع القطاعات، مما أدى إلى انخفاض الرقم العام لها إلى ٨٠٤,٣ نقطه بعد أن بلغ ٩٣٢,٧ نقطه في عام ١٩٨٩ بنسبة انخفاض ١٣,٨%. إلا أن الاقتصاد الأردني وبفضل الإصلاحات الهيكلية التي تم اتخاذها في إطار الدخول ببرامج التصحيح الاقتصادي استطاع أن يتجاوز الانعكاسات السلبية لتلك الأحداث، الأمر الذي أدى إلى ظهور بوادر التحسن في أداء السوق المالي في الفترة (١٩٩١- ١٩٩٣) (تقرير سوق عمان المالي ١٩٩١)، كما وساهم كل من انتهاء أزمة الخليج،

وزيادة حجم السيولة الناجمة عن عودة عدد من المغتربين الأردنيين العاملين في دول الخليج في تحسن في أداء السوق أيضا. ونتيجة لذلك كله فقد سجلت أسعار الأسهم معدلات نمو موجبة لكافة القطاعات خلال تلك الفترة، باستثناء قطاع الخدمات الذي تراجع بنسبة ١٠,٩١% في عام ١٩٩٣ بعد أن حقق أعلى نسبة نمو في عام ١٩٩٢ التي بلغت ٦١,٣%، كما وحقق الرقم القياسي العام نسب ارتفاع بمقدار ٢٤,٣%، ٢٩,٩%، ٢٢%، في الأعوام ١٩٩١، ١٩٩٢،١٩٩٣ على التوالي. ونتيجة للنشاط الكبير في السوق الثانوية في الفترة (١٩٩١-١٩٩٣) وما رافقه من ارتفاع في أسعار الأسهم، فإن ذلك حفز السوق الأولية عام ١٩٩٤ لإصدار أسهم جديدة، وحققت تلك الإصدارات ارقاما قياسية لم يشهدها تاريخ السوق منذ تأسيسه، الأمر الذي أدى لامتصاص جزء كبير من السيولة في تلك الفترة، والتي أدت لانخفاض الرقم القياسي لأسعار الأسهم في جميع القطاعات عام ١٩٩٤، وبالتالي انخفاض الرقم العام لها بنسبة ٩,٤% عما كان علية في عام ١٩٩٣ (تقرير سوق عمان المالي ١٩٩٤).

أما النصف الثاني من عقد التسعينات فقد شهد تذبذبا ملحوظا في الرقم القياسي العام المرجح لأسعار الأسهم والناتج عن التذبذب في الرقم القياسي لجميع القطاعات، فبينما ارتفع هذا الرقم في عام ١٩٩٥ بنسبة ١٠,٨% عما كان علية في عام ١٩٩٤ بسبب التحسن الذي سجله في قطاع الصناعة، انخفض مرة أخرى في عام ١٩٩٦ بنسبة ٣,٦%، ثم عاد وحقق ارتفاعا في عام ١٩٩٧ بنسبة ١٠,٣% عن العام الذي سبقه بسبب التحسن الذي طرأ على قطاعي التأمين والخدمات، ولكنة لم يحقق في عام ١٩٩٨ إلا ارتفاعا بسيطا بمقدار ٠,٥%، ثم تراجع في عام ١٩٩٩ بنسبة انخفاض قيمتها ١,٦% عن عام ١٩٩٨، ثم انخفض انخفاضا حادا في عام ٢٠٠٠ إلى ١٣٣٠,٥ نقطه بعد أن بلغ ١٦٧٣,٥ نقطه في عام ١٩٩٩ بنسبة انخفاض ٢٠,٥% وذلك نتيجة لتعثر العملية السلمية والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية في نهاية ذلك العام.

ويعود هذا التذبذب في أسعار الأسهم خلال تلك الفترة (١٩٩٥- ٢٠٠٠) للأحداث السياسية المتسارعة التي شهدتها المنطقة والتي أفرزت حالة من الترقب والانتظار (تقريري سوق عمان المالي ١٩٩٦، ١٩٩٨)، (تقرير الهيئة ٢٠٠٠).

وعلى الرغم من كل الظروف السياسية والاقتصادية التي تعيشها منطقتنا العربية، فقد بدأت حالة من الانتعاش تعود لسوق الأوراق المالية الأردني في النصف الأول من القرن الواحد والعشرون (٢٠٠١- ٢٠٠٥)، حيث تم تسجيل مؤشرات أداء قياسية، عكست الأداء المتميز لبورصة عمان والناجم عن الأداء الايجابي للاقتصاد الوطني والتطورات التي شهدها السوق على المستوى التشريعي والتنظيمي وفقا لأحدث المعايير والممارسة الدولية، كما تم صدور قانون جديد للأوراق المالية رقم (٧٦) لسنة ٢٠٠٢ ليواكب التطورات التشريعية والفنية والتنظيمية على المستوى المحلي والدولي، وذلك بعد عمل تقييم شامل للقانون السابق لسنة ١٩٩٧، وكان للتداول الالكتروني أثر بالغ الأهمية لما يحققه من مزايا السرعة والعدالة وتوفير المعلومات الضرورية والرقابة الفاعلة على عمليات التداول، بالإضافة لصدور عدد من التشريعات المنظمة لفعاليات السوق، ولا ننسى ثقة المستثمرين المتزايدة بالسوق نتيجة لذلك التطور الهائل في سوق رأس المال الأردني، وما يدل على ذلك هو ارتفاع مؤشرات السوق الرئيسية في تلك الفترة. فعلى صعيد الرقم القياسي لأسعار الأسهم، فقد واصل ارتفاعه لجميع القطاعات في تلك الفترة، باستثناء التراجع البسيط الذي حدث له في قطاع البنوك لعام ٢٠٠٢، أما الرقم القياسي العام فقد واصل ارتفاعه في البورصة وبدون توقف خلال تلك الفترة، حيث ارتفع من ١٣٣٠,٥ نقطة عام ٢٠٠٠ ليبلغ ١٧٢٧,٢ نقطه في عام ٢٠٠١ بنسبة ارتفاع ٢٩,٨%، ثم بلغ رقما قياسيا بتاريخ ٢٠٠٢/٢/٩ لم يسجل في تاريخ السوق منذ إنشائه عندما وصل إلى ١٩٣٠ نقطة، غير أنة تراجع في ظل الظروف السياسية المحيطة بالعراق حينما اقفل

في نهاية العام ذاته على ١٧٠٠,٢ نقطة. ثم عاد ليحقق أرقاما قياسية مرة أخرى لم يشهدها السوق عندما بلغت نسب ارتفاعاته بما يعادل ٥٤%، ٦٢%، ٩٣%، في الأعوام ٢٠٠٣، ٢٠٠٤، ٢٠٠٥، على التوالي (تقارير الهيئة ٢٠٠١، ٢٠٠٢، ٢٠٠٥).

أما عام ٢٠٠٦ وكغالبية البورصات العربية، شهدت بورصة عمان حركة تصحيحية أدت إلى إحداث تراجع في أسعار الأسهم فيها بالإضافة لبعض مؤشرات الأداء الأخرى، حيث انخفضت أسعار الأسهم في جميع القطاعات في ذلك العام، مما أدى إلى انخفاض الرقم القياسي العام لأسعار الأسهم بنسبة ٣٢,٦% عن عام ١٩٩٥، وهي تشكل نسبة معتدلة جدا إذا ما قورنت مع نسب الانخفاض في العديد من الأسواق المجاورة (تقرير الهيئة ٢٠٠٦).

على ضوء ما تقدم وكما هو ملاحظ من خلال الجدول رقم (١) التالي، فإنه يتضح أن أسعار الأسهم كانت عرضة للتغير أثناء فترة الدراسة، وقد تفاوت معدل التغير السنوي فيما بين القطاعات، فبينما بلغ هذا المعدل ١٦% في قطاع البنوك، بلغ ١٢,٤% في قطاع التأمين، وكذلك بلغ ٦,٨% في قطاع الخدمات، أما في قطاع الصناعة فقد بلغ ٩,٢%.

جدول رقم (١)

الأرقام القياسية لأسعار الأسهم المرجحة بالقيمة السوقية للأعوام (١٩٧٨- ٢٠٠٦)، (إغلاق كانون أول ١٩٩١ = ١٠٠٠).

الفترة	بنوك	التغير (%)	تأمين	التغير (%)	خدمات	التغير (%)	صناعة	التغير (%)	عام	التغير (%)
1978	511.7	-	580.6	-	936.8	-	423.5	-	585.6	-
1979	615.8	20.3	688.7	18.6	929.4	-0.8	540.8	27.7	679.3	16.0
1980	788.2	28.0	702.5	2.0	961.0	3.4	618.7	14.4	757.5	11.5
1981	1237.7	57.0	1628.1	131.8	1301.1	35.4	796.6	28.8	1201.8	58.7
1982	1653.9	33.6	1816.8	11.6	1584.6	21.8	769.1	-3.5	1382.5	15.0
1983	1496.3	-9.5	1314.7	-27.6	1066.0	-32.8	561.9	-26.9	1042.1	-24.6
1984	1013.5	-32.3	1039.9	-20.9	842.9	-20.9	488.9	-13.0	811.8	-22.1
1985	1032.6	1.9	1039.3	-0.06	750.9	10.9	474.9	-2.9	786.0	-3.2
1986	984.0	-4.7	942.1	-9.4	625.5	-16.7	473.2	-0.4	723.5	-8.0
1987	950.7	-3.4	1257.6	33.5	646.8	3.4	520.8	10.1	796.9	10.1
1988	982.8	3.4	1186.6	-5.6	746.3	15.4	585.7	12.5	845.1	6.0
1989	1069.0	8.8	912.5	-23.1	934.9	25.6	830.7	41.8	932.7	10.4
1990	928.0	-13.2	770.7	-15.5	801.1	-14.3	730.7	-12.0	804.3	-13.8
1991	1000.0	7.8	1000.0	29.8	1000.0	24.8	1000.0	36.9	1000.0	24.3
1992	1156	15.6	1440.0	44.0	1613	61.3	1452	45.2	1299	29.9
1993	1642	42.0	1598.0	11.0	1437	-10.9	1542	6.2	1585	22.0
1994	1578	-3.9	1382.0	-13.5	1314	-8.6	1281	-16.9	1436	-9.4
1995	1882.5	19.3	1307.7	-5.4	1299.1	-1.1	1299.5	1.4	1591.7	10.8
1996	1943.5	3.2	1207.6	-7.7	1153.4	-11.2	1161.5	-10.6	1534.6	-3.6
1997	2323.4	19.5	1228.5	1.7	1166.2	1.1	1155.2	-0.5	1692.4	10.3
1998	2817.3	21.3	1246.9	1.5	1090.0	-6.5	769.3	-33.4	1701.3	0.5
1999	2519.2	-10.6	1237.1	-0.8	1106.1	1.5	962.3	25.1	1673.5	-1.6
2000	1987.3	-21.1	1197.4	-3.2	998.1	-9.8	751.5	-21.9	1330.5	-20.5
2001	2752.0	38.5	1332.0	11.2	1093.9	9.6	917.2	22.0	1727.2	29.8
2002	2556.6	-7.1	1499.3	12.6	1060.2	-3.1	1016.1	10.8	1700.2	-1.6
2003	4434.0	73.4	2288.0	52.6	1267.0	19.5	1482.0	45.9	2615.0	53.8
2004	7230.9	63.1	3726.9	62.9	1874.4	47.9	2526.9	70.5	4245.6	62.4
2005	16892.0	133.6	7382.4	98.1	3332.5	77.8	2903.4	14.9	8191.5	92.9
2006	10704.7	-36.6	4156.3	-43.7	2286.6	-31.4	2507.6	-13.6	5518.1	-32.6
معدل التغير		**16**		**12.4**		**6.8**		**9.2**		**11.6**

المصدر: تقارير سنوية لسنوات مختلفة لسوق عمان المالي، أما النسب المئوية فقد تم احتسابها من قبل الباحث.

٣- ٤- ٢ حجم التداول:

يعتبر حجم التداول مؤشرا هاما لنشاط أسواق رأس المال وقوتهـا، ويعكس كفاءتهـا وتطورها، وغالبا ما يبني المضاربون قراراتهم الاستثمارية علية، فهو يبين ملامح السوق ويشير إلى توقعات صعوده أو هبوطه في المستقبل، بالإضافة لكونه عاملا أساسيا في التحليـل الفنـي وبالتحديد لدراسة العلاقة بين السعر وحجم التداول على السهم. وعند اختيار المستثمر لـشركه معينه فعلية أن يختار شركة ذات متوسط تداول مرتفع على أسهمها، لأن زيادة حجـم التـداول على الأسهم يؤدي إلى ارتفاع في أسعارها، ويحقق درجة أمان أعلى للمستثمر عند تطبيق أسس التحليل الفني، بالإضافة لتحقيق سيولة أعلى في استثماراته، في حين يفتقد المستثمر هذه المزايا في حالة حجم التداول الأقل الذي يقود لانخفاض أسعار الأسهم، وبالتالي فإن المستثمر يبتعد عن توجيه استثماراته إلى تلك الأوراق. (رضوان، ١٩٩٦)، (عبد جاسم، ٢٠٠٦).

يشير الجدول رقم (٢) إلى حجم التداول بالدينار على المستويين الكلي والقطاعي خلال فترة الدراسة، ويبدو واضحا أن حجم التداول قد ارتفع بنسب متفاوتة فـي تلـك الفتـرة تبعـا للظروف السائدة في كل مرحلة، إلا أنه أحرز وبشكل عام تطورا في أرقامـه خـلال الفتـرة المعنية. وكما يظهر من الجدول أن الفترة الأولى من عمر السوق شهدت تطورا ملحوظـا فـي أحجام التداول منذ بداية تأسيس السوق عام ١٩٧٨ ولغاية ١٩٨٣ وبشكل مستمر، ويعود ذلـك إلى تحسن الأوضاع الاقتصادية التي أدت إلى إحداث تأثير على أوضاع السوق جعلتـه يحتـل مكانة أكثر أهمية في النشاطات الاقتصادية المحلية وأصبحت مساهمته ذا طابع مميز من حيـث استقطاب الأموال وتوظيفها ثم توجيهها لخدمة الاقتصاد الوطني (الرفاعي، ١٩٩٩).

ونتيجة لأحداث الحرب العراقية الإيرانية، وأحداث لبنان، وانخفاض أسعار النفط وانعكاس ذلك على تحويلات الأردنيين العاملين في الخارج، فقد انخفض حجم التداول لجميع القطاعـات

في عام ١٩٨٤، مما أدى إلى انخفاض حجم التداول الكلي في ذلك العام بنسبة ٥٨,١% عن العام الذي سبقه، ورافقه في ذلك انخفاض مماثل في عدد الأسهم وعدد العقود المبرمة، وعلى الرغم من إحراز حجم التداول تقدما في عام ١٩٨٥ نتيجة ارتفاع نشاط التداول في القطاع المالي بشكل خاص، وفي عام ١٩٨٦نتيجة التحسن الواضح في نشاط التداول لقطاعي التأمين والصناعة، إلا أن ذلك التحسن بقي بطيئا بالنسبة لحجم التداول الكلي في هذين العامين إلى مطلع عام ١٩٨٧، وذلك نتيجة التراجع الحاصل في القطاعات الأخرى، فقد حقق عام ١٩٨٧ نسبة ارتفاع بلغت ١١٣,١% عن العام الذي سبقه، وشهد السوقين الأولي والنظامي مستويات متميزة في حجم النشاط، وكان ذلك العام قد حقق المرتبة الأولى بعدد الأسهم المتداولة وبحجم التداول وبعدد العقود المنفذة خلال مسيرة العشر سنوات الأولى من عمر السوق، وكان ذلك ثمرة الجهود التي قامت بها الحكومة منذ منتصف الثمانينات والتي تمثلت بالدعم الحكومي لقطاعات الإنتاج المحلي وتشجيع الصادرات عن طريق الحوافز الضريبية، وزيادة الرسوم الجمركية على السلع المستوردة والمنتج بديلا محليا لها، وتشجيع تدفق الاستثمارات من الخارج. غير أن ذلك الانتعاش في حجم التداول لم يستمر، حيث شهد عام ١٩٨٨ تراجع في معدلاته نتيجة لانهيار قيمة الدينار الأردني ومرور الاقتصاد المحلي بظروف صعبة، إذ بلغ مقدار تراجعه ١٠,٥% عن العام الذي سبقه، الأمر الذي دعا الحكومة لأن تتخذ بعض الإجراءات الاقتصادية والتي من شأنها أن تعيد التوازن للاقتصاد ككل، كالحماية الاقتصادية لبعض الصناعات، وإعطاء مرونة أكبر لسعر صرف الدينار بالإضافة لتعويم أسعار الفائدة، مما أدى إلى تحسن في حجم التداول مرة أخرى في عام ١٩٨٩، ولكنة أظهر تراجعا في عام ١٩٩٠ نتيجة للآثار الناجمة عن حرب الخليج الثانية. وهكذا فقد أبدى حجم التداول عدم استقرار في تلك الفترة التي امتازت بعدم الاستقرار الاقتصادي فيها (تقارير سوق عمان المالي ١٩٨٦، ١٩٨٨، ١٩٨٩، ١٩٩٠).

واستمر التذبذب في حجم التداول على مدار عقد التسعينات نتيجة للظروف التـــي ســادت المنطقة، حيث شهد ارتفاعا حادا في الأعوام ١٩٩١، ١٩٩٢، ١٩٩٣ ليحقق أعلى نسبة نمو في عام ١٩٩٢ وصلت إلى ١٩٢,٩%، وكذلك أعلى حجم تداول في تاريخ السوق خلال الستة عشر عاما الأولى من عمرة عام ١٩٩٣، ويعزى ذلك إلى التزام الحكومة بتنفيذ بــرامج التــصحيح الاقتصادي، والتزامها في تبني السياسات النقدية الهادفة إلى المحافظة على الاستقرار النقــدي، وكذلك السياسات المالية التي من شأنها زيادة اعتماد الاقتصاد الأردني على الــذات، بالإضــافة لزيادة حجم السيولة الناتجة عن عودة المغتربين الأردنيين العاملين في دول الخلــيج وتــوجههم لاستثمار مدخراتهم في الاقتصاد الأردني، مما أدى إلى زيادة في حجم التداول منقطعة النظيــر في جميع القطاعات خلال ذلك العام (هيلات، ٢٠٠٣). ثم بدأت أحجام التداول بــالتراجع منــذ النصف الثاني لعام ١٩٩٣، واستمر ذلك لغاية ١٩٩٦، ويفسر ذلك التراجع فيه إلــى النــشاط الكبير الذي شهدته إصدارات السوق الأولية وما رافقه من إتاحة فرص استثمارية جديدة والتــي أدت لامتصاص جزء كبير من السيولة المتوفرة، إضافة للعوامل والأحداث السياسية المتسارعة التي شهدتها المنطقة. ونتيجة للتحسن الملحوظ في أداء الاقتصاد الأردني فــي عــامي ١٩٩٧، ١٩٩٨، وزيادة المدخرات المحلية والتي بلغت نسبتها ١١,٣% من الناتج المحلي الإجمالي لعام ١٩٩٧ مقابل ١٠,٩ في عام ١٩٩٦، ونتيجة لإصدار العديد من القــوانين الجديــدة، كقــانون الأوراق المالية لعام ١٩٩٧، وقوانين تشجيع الاستثمار، وإزالة القيود التي كانت مفروضة على الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي، والتي ساهمت في زيادة الاستثمارات الأجنبيــة فــي السوق، بالإضافة لإحداث خطوات هامة للانضمام لمنظمة التجارة الدولية من خلال تبني برامج الخصخصة وتحرير التجارة وإزالة العوائق الجمركية، فإن كل ذلك انعكس علــى أداء ســوق عمان المالي، حيث شهدت أحجام التداول في السوق تطورات وارتفاعات كبيرة، محققة نــسب

ارتفاع بلغت ٤٢,٩% و٣٠,٧% في الأعوام ١٩٩٧ و ١٩٩٨ على التوالي (تقريـري سـوق عمان المالي ١٩٩٧، ١٩٩٨).

أما في نهاية عقد التسعينات (عامي ١٩٩٩، ٢٠٠٠) فقد شهد عام ١٩٩٩ انخفاضا حادا في حجم التداول في القطاع المالي، بالإضافة لانخفاض آخر في قطاع الصناعة، مما أدى إلـى انخفاض حجم التداول الكلي بنسبة ١٦,٢% عن عام ١٩٩٨، وذلك نتيجة للظروف التي عاشتها المنطقة وخاصة تعثر العملية السلمية والعدوان الإسرائيلي على الأراضي الفلسطينية في نهايـة عام ٢٠٠٠والتي أحدثت تراجع آخر أيضا في حجم التداول في عام ٢٠٠٠ عندما وصلت نسبة الانخفاض فيه إلى ٢٦,١% عما كان علية في العام الذي سبقه (تقريري الهيئة ١٩٩٩، ٢٠٠٠).

ولا يزال حجم التداول في بورصة عمان يبدي ارتفاعات منذ عام ٢٠٠١ ولغايـة نهايـة ٢٠٠٥، نتيجة للارتفاع المستمر في حجم التداول لمختلف القطاعات في تلـك الفتـرة وبـدون استثناء، محققا أرقاما قياسية لم يشهدها تاريخ السوق، حيث تم تسجيل نسب ارتفاع في كل عام عن العام الذي يسبقه خلال تلك الفترة بمقدار ١٣٠,١%، ٤٢,٩%، ٩٦,٢%، ١٠٤,٥% فـي الأعوام ٢٠٠١، ٢٠٠٢، ٢٠٠٣، ٢٠٠٤ على التوالي، ووصلت تلك النسبة في عام ٢٠٠٥ إلى ما يقارب ٣٤٥%، ويعود ذلك للتطورات التي شهدها سوق رأس المال الأردني، وصدور بعض القوانين والتشريعات الجديدة، وتعديل ما هو قديم منها والذي بحاجة إلى تغييـر وفـق أحـدث المعايير والممارسات الدولية، وتطبيق الأنظمة الالكترونية بما في ذلك أنظمة التداول والتـسوية والتقاص الالكترونية وما نتج عنة من مزايا هامة كالـسرعة والعدالـة وتـوفير المعلومـات الضرورية والرقابة الفاعلة على عمليات التداول اليومي، الأمر الذي خلـق المنـاخ المناسـب للاستثمار في الأوراق المالية وأدى إلى النهوض بسوق رأس المال الوطني بما يتماشـى مـع

أحدث المعايير الدولية حتى يكون سوقا كفؤا يتوفر فيه العدالة والشفافية وتتعزز فيه حماية المستثمرين (تقريري الهيئة ٢٠٠٢، ٢٠٠٥).

أما التراجع الذي حصل في حجم التداول عام ٢٠٠٦، فهو ليس إلا نتيجة للحركة التصحيحية التي حدثت في بورصات المنطقة كما أسلفنا، الأمر الذي أدى لانخفاض حجم التداول في البورصة المحلية من ١٦٨٧١,٠٥ مليون دينار عام ٢٠٠٥ إلى ١٤٢٠٩,٨٧ مليون دينار عام ٢٠٠٦ بنسبة انخفاض تقارب ١٦%، والناجم عن الانخفاض في حجم التداول ولجميع القطاعات (تقرير الهيئة ٢٠٠٦).

يتبين مما سبق أن حجم التداول بالدينار كان يتغير من فترة إلى أخرى خلال فترة الدراسة، وشكل معدل التغير السنوي فيه ٥٥,٧%، أما حسب القطاعات فقد تفاوت معدل التغير السنوي فيما بينها، فبينما بلغ ذلك المعدل ٥٤,٣% في قطاع البنوك والشركات المالية، بلغ ٧٧,٣% في قطاع التأمين، وكذلك ٨٢,٧% في قطاع الخدمات، أما في قطاع الصناعة فقد بلغ ٩١,٩%. أما من حيث الأهمية النسبية لمختلف القطاعات في حجم التداول، فيتبين أن قطاع الخدمات احتل المرتبة الأولى في حجم التداول، حيث بلغت نسبة المعدل السنوي فيه إلى المعدل السنوي العام ٤٤,٢%، يليه في ذلك قطاع البنوك والشركات المالية، والتي بلغت فيه تلك النسبة ١,٢%، ثم قطاع الصناعة ٢٣,٣%، وأخيرا قطاع التأمين والذي شكل النسبة الأقل في المعدل السنوي لحجم التداول.

جدول رقم (٢)

أحجام تداول سوق الأسهم في بورصة عمان على المستويين القطاعي والكلي، خلال الفترة (١٩٧٨- ٢٠٠٦)

(بالمليون دينار)

الفترة	البنوك	التغير (%)	التامين	التغير (%)	الخدمات	التغير (%)	الصناعة	التغير (%)	المجموع العام	التغير (%)
1978	1.91	-	.21	-	.61	-	2.89	-	5.62	-
1979	6.84	258.1	.93	342.9	1.32	116.4	6.76	133.9	15.84	181.9
1980	17.34	153.5	.93	0.0	5.94	350.0	17.22	154.7	41.43	161.6
1981	28.90	66.7	6.62	611.7	7.83	31.8	32.07	86.2	75.42	82.0
1982	54.20	87.5	13.55	104.7	18.55	136.9	41.98	30.9	128.29	70.1
1983	95.73	76.6	6.53	-51.8	16.63	-10.4	22.53	-46.4	141.43	10.2
1984	34.39	-64.1	2.64	-59.6	6.24	-62.5	16.04	-28.8	59.32	-58.1
1985	47.43	37.9	2.57	-2.7	3.77	-39.6	12.96	-19.2	66.73	12.5
1986	39.72	-16.3	4.21	63.8	4.61	22.3	20.98	61.9	69.52	4.2
1987	40.74	2.6	7.40	76.0	6.30	36.7	93.74	346.8	148.18	113.1
1988	42.27	3.8	3.10	-58.2	9.46	50.2	77.79	-17.0	132.63	-10.5
1989	86.70	105.1	7.84	152.9	32.71	245.8	240.34	209.0	367.59	177.2
1990	71.18	-17.9	6.42	-18.1	30.84	-5.7	160.45	-33.2	268.89	-26.9
1991	75.52	6.1	4.79	-25.4	35.44	14.9	187.08	16.6	302.84	12.6
1992	202.81	168.6	25.31	427.3	128.02	261.2	530.82	183.7	886.95	192.9
1993	282.55	39.3	32.95	30.2	127.94	-0.1	525.18	-1.1	968.61	9.2
1994	186.79	-33.9	7.85	-76.2	91.26	-28.7	209.18	-60.2	495.08	-48.9
1995	149.62	-19.9	7.36	-6.2	110.16	20.7	151.81	-27.4	418.96	-15.4
1996	83.10	-44.5	3.11	-57.7	51.03	-53.7	111.35	-26.7	248.58	-40.7
1997	165.45	99.1	4.53	45.7	55.22	8.2	130.05	16.8	355.24	42.9
1998	192.66	16.4	5.93	30.9	46.98	-14.9	218.80	68.2	464.37	30.7
1999	128.12	-33.5	7.62	28.5	50.80	8.1	202.93	-7.3	389.48	-16.2
2000	128.56	0.3	4.14	-45.7	54.07	6.4	101.02	-50.2	287.80	-26.1
2001	300.28	133.6	6.22	50.2	92.94	71.9	262.93	160.3	662.37	130.1
2002	349.78	16.5	11.42	83.6	114.07	22.7	471.43	71.2	946.70	42.9
2003	524.84	50.0	39.14	242.7	440.92	286.5	850.28	80.4	1,855.18	96.0
2004	1,693.00	222.6	43.43	11.0	1,000.69	127.0	1,056.14	24.2	3,793.25	104.5
2005	6,043.41	257.2	179.88	314.2	8,003.98	700.0	2,643.79	150.3	16,871.05	344.8
2006	2,870.08	-52.5	89.03	-50.5	9233.08	15.4	2,017.68	-23.7	14,209.87	-15.8
المعدل السنوي	480.82	54.25	18.47	77.29	682.12	82.77	359.18	51.93	1540.59	55.74

المصدر: تقارير سنوية لسنوات مختلفة لسوق عمان المالي، أما النسب المئوية فقد تم احتسابها من قبل الباحث.

٣- ٤- ٣ معدل دوران الأسهم:

يعتبر معدل دوران الأسهم من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس درجة سيولة السوق، حيث تعد الأخيرة أحد المعايير التي تقيس درجة تقدم السوق ونضجه، وغالبا ما يستخدم معدل دوران الأسهم كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما ويعكس مدى الإقبال على الأسهم ممثلا بكمية الأسهم المتداولة ومقدار الصفقات المالية التي تحدث في السوق طلبا على الأسهم، ويعتبر كذلك مكمل لمؤشر رسملة السوق الذي يشير إلى حجم السوق*، ليبين درجة نشاطه فضلا عن حجمه، إذ يمكن أن يكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشطة إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيها منخفض (سليمان، ٢٠٠٤) (الزبيدي، ٢٠٠١).

يقاس معدل دوران الأسهم بالنسبة لشركة معينة بقسمة إجمالي الأسهم المتداولة على مجموع الأسهم المصدرة العائدة لتلك الشركة خلال فترة محددة، وهو يقيس درجة النشاط في عمليات البيع والشراء لتلك الشركة أو للسوق ككل إذا كان ذلك على مستوى السوق، وبالتالي فإن معدل دوران الأسهم يدل على نشاط الأسواق المالية وحركتها، ويشير ارتفاع هذا المعدل إلى كثافة التداول بشكل عام. ويمكن القول بأنة كلما زاد معدل دوران السهم كلما زادت سيولته وكلما كان سعره اقرب للسعر العادل له، وكلما قل معدل دوران السهم كلما قلت سيولته وكلما كان سعره أبعد عن السعر العادل له. (بدري وخوري، ١٩٩٧)، (أبو تركي، ٢٠٠٦).

تتسم معدلات دوران الأسهم في أسواق الدول العربية بانخفاضها الشديد إذا ما قورنت بمثيلاتها في أسواق الدول المتقدمة أو حتى بأسواق الدول الناشئة، فبينما احتلت الكويت المرتبة الأولى بالدول العربية في هذه المعدلات عام ٢٠٠٢ بمعدل دوران ٦٣%، بلغ ذلك في أسواق عالمية ناشئة أخرى مثل كوريا الجنوبية ٢٣٣,٢% في عام ٢٠٠٠، و ٢٠٦,٢% في تركيا في

* معدل رسملة السوق عبارة عن القيمة السوقية للأسهم المدرجة في البورصة مقسوما على الناتج المحلي الإجمالي (نفس المصدر).

العام نفسه، مما يدل على عدم سهولة بيع أو شراء الأوراق المالية في الدول العربية، وعلى بطء عملية تداول الأسهم فيها، وقد يعود ذلك لقلة عدد البائعين والمشترين ولمحدودية الأوراق المالية المتداولة، نتيجة لوجود عدد كبير من الشركات لا يتم تداول أسهمها (سليمان، ٢٠٠٤).

يبين الجدول رقم (٣) معدلات دوران الأسهم على المستويين الكلي والقطاعي، منذ لحظة نشوء سوق عمان المالي ولغاية ٢٠٠٦، وكما يظهر من الجدول فإن معدل دوران الأسهم أبدى تقدما ملحوظا في فترات مختلفة، إلا أنة تراجع في فترات أخرى. وتشير بيانات الجدول إلى أن السوق شهد نشاطا ملحوظا في التداول في السنوات الأولى من عمرة (١٩٧٨- ١٩٨١)، حيث بدأ بمعدل دوران كلي بقيمة ٢,٩١% في عام ١٩٧٨، وبلغ ٥,٥٢% في عـام ١٩٧٩، بنـسبة زيادة ٨٩,٧%، واستمر هذا المعدل بالارتفاع في كافة القطاعات إلى أن وصل إلى أعلى نـسبة ارتفاع له لتلك الفترة في عام ١٩٨٠ حيث بلغت تلك النسبة ١٥٣% عما كانت علية في العـام الذي سبقه، أما أعلى معدل دوران للأسهم فقد تحقق في عام ١٩٨١ خلال الفترة ذاتها، عنـدما وصل إلى ١٩,٩٩% بنسبة ارتفاع ٤٣% عن العام الذي سبقه. ويعود ذلك لتحسن الأوضـاع الاقتصادية، والإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية فضلا عن التغير النوعي الـذي حـدث للسوق في تلك الفترة، الأمر الذي جعله يحتل مكانا أكثر أهميـة فـي النـشاطات الاقتـصادية المحلية، ودعا لاستقطاب الأموال وتوظيفها ثم توجيهها لخدمة الاقتصاد القومي، مما سبب زيادة في كثافة التداول على المستوى الكلي للسوق (تقريري سوق عمان المالي ١٩٨٠، ١٩٨١).

ونتيجة لتراجع معدل دوران الأسهم الحاد في قطاعي التأمين والصناعة في عـام ١٩٨٢، فإن المعدل الكلي للدوران انخفض إلى ١٦,٨٣% في ذلك العام، بعد أن بلغ ١٩,٩٩% في عام ١٩٨١، بنسبة انخفاض ١٥,٨%، واستمر تراجعه في عامي ١٩٨٣، ١٩٨٤ بنسب انخفـاض بلغت ١٤%، ٢٨,٤% على التوالي. إلا أن السوق شهد نمو واضح لتلك المعدلات في الفتـرة

(١٩٨٥- ١٩٨٩) نتيجة للإجراءات الاقتصادية والمالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة في ذلك الوقت كما أسلفنا، حيث واصلت المعدلات الكلية ارتفاعاتها بشكل متواصل محققة أرقاما قياسية في الأعوام الثلاثة الأخيرة لتلك الفترة لم يشهدها تاريخ السوق في السنوات السابقة، لذلك فقد شهد السوق حركة تعامل متميزة ارتفعت فيها معدلات الدوران الكلية إلى ٢٦,٦%، ٢٨,٨٣% ، ٤٩,٥٥% في الأعوام ١٩٨٧، ١٩٨٨، ١٩٨٩ على التوالي.

أما عام ١٩٩٠ فلم يكن من الأعوام العادية لأداء سوق عمان المالي نتيجة لتأثره بأزمة الخليج، وشهد انخفاض في معدلات التداول لجميع القطاعات وبالذات في قطاع الصناعة، وانخفض معدل دوران الأسهم من ٤٩,٥٥% في عام ١٩٨٩ إلى ٣٣,٤٤% في عام ١٩٩٠، بنسبة انخفاض تعادل ٣٢,٥% (خوري وغرايبه، ١٩٩٤). ولكن سرعان ما عاد هذا المعدل ليحدث تحسنا ملموسا في العامين اللاحقين وخاصة في عام ١٩٩٢ حيث ارتفع إلى أكثر من ضعفين ليسجل رقما قياسيا لجميع الأعوام التي سبقته حينما وصل إلى ٨٦,٢٣% نتيجة لحركة التداول الشديدة على جميع القطاعات، وبلغت نسبة الزيادة فيه ١٢٨,٤% عن العام الذي سبقه. وتعود أسباب الارتفاع في معدلات الدوران وتحسن أداء السوق لنفس الأسباب التي أدت لزيادة كل من أسعار الأسهم وحجوم التداول في ذلك العامين.

بدأ سوق عمان المالي يظهر تراجعا في نشاطه منذ النصف الثاني من عام ١٩٩٣ واستمر حتى نهاية ١٩٩٦ وكان هذا التراجع حادا في عام ١٩٩٤ نتيجة لكبر حجم إصدارات الأسهم الجديدة في تلك الفترة، مما قلل من نشاط السوق، واتضح ذلك من خلال انخفاض معدلات الدوران لكافة القطاعات في نفس الفترة، والذي انعكس على انخفاض معدلات دوران الأسهم الكلي بنسب انخفاض بلغت ٤٠,٧%، ٤٩,٣%، ١٩,٠%، ١٥,٥% في الأعوام ١٩٩٣ ، ١٩٩٤، ١٩٩٥، ١٩٩٦ على التوالي (تقرير سوق عمان المالي ١٩٩٦).

ثم أظهرت معدلات دوران الأسهم ارتفاعات أخرى في الفترة (١٩٩٧- ١٩٩٩)، وبلغت نسب الارتفاع ٠,٤٥%، ٤,٣%، ٣,٠% في تلك الأعوام على التوالي، إلا أنة ما لبثت هذه النسبة لتعود وتحدث تراجع في نموها بمقدار ٣٩,٤% في عام ٢٠٠٠.

ولا تزال معدلات دوران الأسهم تسجل ارتفاعات متتالية في بورصة عمان منذ عام ٢٠٠١ ولغاية ٢٠٠٦ وبنسب متفاوتة، ويعود ذلك للتطورات النوعية والسريعة التي شهدتها البورصة خلال تلك الفترة. فقد تدرج معدل الدوران للبورصة من ٢٠,٣٢% في عام ٢٠٠١ إلى ١٠١,١٤% في عام ٢٠٠٦، وهو رقم قياسي في تاريخ السوق، وتفاوتت نسب الارتفاع المتحققة في تلك الفترة، بلغت ذروتها في عام ٢٠٠٣ بمقدار ٨٤,٩%، تلاها عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٥ بنسب ٧٥,٢% و ٦١,٧% على التوالي، وكان أدنى هذه النسب عام ٢٠٠٦، حيث بلغت ٧,٥%.

ويمكن الاستنتاج من التغيرات الناتجة لمعدلات دوران الأسهم، أن نشاط سوق الأسهم الأردني كان عرضة للتغير في فترة الدراسة، وشكل معدل التغير السنوي لمعدلات الدوران ٢٣,٨%، أما قطاعيا فقد تفاوتت هذه النسبة وبلغت ٢٨,٣% في قطاع البنوك، و٢٧,٩% في قطاع التأمين، و٢٩,٦% في قطاع الخدمات، وأخيرا ٣١,٣% في قطاع الصناعة.

وخلاصة الأمر، أن أداء بورصة عمان والمتمثل جزء كبير منه بمؤشراتها الثلاثة المستخدمة في الدراسة كان عرضة للتغير خلال الفترة المعنية، وأن هذا التغير ليس مرتبطا بالظروف السياسية التي أحاطت بالمنطقة فحسب، بل بالظروف الاقتصادية أيضا، والشاملة للعديد من المتغيرات التي تم ذكرها في هذا الفصل والتي من شأنها أن تؤثر على معدلات النمو الاقتصادي، وتنعكس آثارها على الاقتصاد الوطني ثم على نشاط سوق رأس المال.

جدول رقم (٣)

معدل دوران الأسهم على المستوى القطاعي في السوق النظامي، وعلى المستوى الكلي في بورصة عمان (%)، للفترة من (١٩٧٨- ٢٠٠٦).

السنة	البنوك	التغير (%)	التأمين	التغير (%)	الخدمات	التغير (%)	الصناعة	التغير (%)	م/ الدوران للبورصة	التغير (%)
1978	3.2	-	4.2	-	3.2	-	2.3	-	2.91	-
1979	8.0	150.5	10.0	138.1	6.5	103.1	3.5	52.2	5.52	89.7
1980	20.2	152.5	11.6	16.0	23.2	256.9	8.1	131.4	13.98	153.3
1981	24.1	19.3	28.2	143.1	19.0	-18.1	17.8	119.8	19.99	43.0
1982	23.2	-3.7	21.6	-23.4	21.7	14.2	9.7	-45.5	16.83	-15.8
1983	22.7	-2.2	11.5	-46.8	11.9	-45.2	5.3	-45.4	14.48	-14.0
1984	12.5	-44.9	13.0	13.0	5.9	-50.4	6.0	13.2	10.37	-28.4
1985	17.7	41.6	9.1	-30.0	8.8	49.2	9.9	65.0	10.20	-1.6
1986	17.4	-1.7	12.7	39.6	9.9	12.5	9.3	-6.1	13.49	32.3
1987	19.6	12.6	22.3	75.6	11.0	11.1	39.6	325.8	26.60	97.2
1988	22.7	15.8	16.4	-26.5	30.2	174.5	39.5	-0.3	28.83	8.4
1989	28.6	26.0	16.8	2.4	46.3	53.3	65.8	66.6	49.55	71.9
1990	22.3	-22.0	14.6	-13.1	42.1	-9.1	33.7	-48.8	33.44	-32.5
1991	37.1	66.4	10.6	-27.4	74.2	76.2	37.7	11.9	37.75	12.9
1992	82.9	123.5	38.4	262.3	146.6	97.6	78.2	107.4	86.23	128.4
1993	61.6	-25.7	36.5	-4.9	84.1	-42.6	50.1	-35.9	51.12	-40.7
1994	36.9	-40.1	9.5	-74.0	39.1	-53.5	17.4	-65.3	25.90	-49.3
1995	24.5	-33.6	10.1	6.3	37.1	-5.5	16.0	-8.0	20.98	-19.0
1996	14.5	-40.8	4.7	-53.5	19.4	-47.7	15.8	-1.3	17.72	-15.5
1997	16.7	15.2	6.9	46.8	16.9	-12.9	13.1	-17.1	17.80	0.45
1998	11.9	-28.7	7.1	2.9	10.8	-36.1	21.7	65.6	18.57	4.3
1999	11.2	-5.9	8.4	18.3	13.9	28.7	26.2	20.7	19.13	3.0
2000	7.3	-34.8	4.7	-44.0	9.7	-30.7	15.8	-39.7	11.60	-39.4
2001	14.9	104.1	5.0	6.4	12.5	28.9	30.4	92.4	20.32	75.2
2002	19.6	31.5	11.9	138.0	16	28.0	41.0	34.9	26.55	30.7
2003	51.5	162.8	19.2	61.3	33.4	108.8	65.4	59.5	49.10	84.9
2004	65.2	26.6	28.8	50.0	55.0	64.7	69.5	6.3	58.19	18.5
2005	66.7	2.3	51.0	77.1	133.2	142.2	78.6	13.1	94.07	61.7
2006	150.4	125.5	*	-	42.3	-68.2	81.1	3.2	101.14	7.5
المعدل السنوي		28.3		27.9		29.6		31.3		23.8

المصدر: تقارير سنوية لسنوات مختلفة لسوق عمان المالي، أما النسب المئوية فقد تم احتسابها من قبل الباحث.

(*) غير متوفرة

الفصل الرابع

التحليل القياسي

٤- ١ نموذج الدراسة:

من أجل معرفة أثر عرض النقود، بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) على بعض المتغيرات الرئيسية والهامة في سوق رأس المال الأردني، والمتمثلة بالرقم القياسي العام المرجح لأسعار الأسهم، وحجم التداول بالدينار، ومعدل دوران الأسهم، عمل الباحث على استخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (Vector Autoregression). وبما أن الدراسة تقتضي معرفة أثر عرض النقود على كل من هذه المتغيرات الثلاثة وكل على حدة، لذلك فإن النموذج سيكون مبسطا ويشتمل على متغيرين فقط في كلتا حالتي عرض النقود، بحيث يتشكل النموذج في كل حالة من أحد متغيرات البورصة المستخدمة مع نوع عرض النقود المستهدف والمراد بيان أثرة على ذلك المتغير. ويعتبر هذا النموذج من الأساليب الحديثة التي تتم فيها دراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية، حيث يتم في هذا الأسلوب التعبير عن كل متغير من متغيرات النموذج كدالة خطية بقيم المتغير نفسه في الفترات السابقة، وكذلك بقيم المتغيرات الأخرى في النموذج في الفترات السابقة، ويمثل هذا النموذج صيغة مختزلة لنموذج هيكلي يوضح العلاقات والتفاعلات بين المتغيرات عبر الزمن، وبذلك فإنه سيتم ربط المتغيرات في هذا النموذج من خلال صيغة (VAR) المختزلة التالية: (Johnson & Dinardo, 1997)

$$Y_t = A_1 Y_{t-1} + A_2 Y_{t-2} + \ldots + A_n Y_{t-n} + U_t$$

حيث $Y_t = [\,M1 \quad M2 \quad SPI \quad VT \quad TR\,]'$

A_i : مصفوفة المعاملات

U_t : مصفوفة الخطأ العشوائي حيث $U_t = [\,e_{1t} \quad e_{2t}\,]'$

t : الزمن

n : عدد فترات التباطؤ الزمني

e_{1t} و e_{2t} : الخطأ العشوائي في المتغيرين المستخدمين على التوالي، مع افتراض أن القيمة المتوقعة لكل منهما صفر، وأنة لا يوجد ترابط متسلسل في أي منهما، أي أن $E(e_{it}\ e_{it-s}) = 0$

M1 : عرض النقد بالمفهوم الضيق VT : حجم التداول Value of Trade Size

M2 : عرض النقد بالمفهوم الواسع TR : معدل دوران الأسهم Turnover Ratio

SPI : الرقم القياسي لأسعار الأسهم Stock Price Index

ويفيد هذا النموذج في التعرف على العلاقة التفاعلية بين المتغيرات الداخلة في النموذج، ويفيد كذلك في التعرف على الأهمية الاقتصادية للمتغير وتأثيره على المتغيرات الأخرى في النظام، وذلك من خلال تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)، كما يتيح الفرصة أيضا للتعرف على السلوك الديناميكي لكل متغير والناتج عن حدوث صدمة عشوائية بمقدار انحراف معياري واحد للمتغير أو المتغيرات الأخرى، وكيفية انتقال تأثير الصدمة التي يتعرض لها أي متغير داخل النظام إلى المتغيرات الأخرى من خلال دوال الاستجابة. ومن خصائص هذا النظام أنه لا يتطلب التمييز بين المتغيرات الداخلية (Endogenous) والخارجية (Exogenous)، حيث يتم التعامل مع جميع المتغيرات على أنها متغيرات داخلية في النظام، وهو ما يتناسب مع النظرية الاقتصادية (البازعي، ١٩٩٨).

تفترض جميع الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلسلة زمنية، أن هذه السلسلة مستقرة أو ساكنة (Stationary) ، وفي حالة غياب صفة الاستقرار فيها، فإن الانحدار الذي نحصل علية بين متغيرات السلسلة غالبا ما يكون انحدار زائف بالرغم من احتمالية الحصول على قيمة عالية لمعامل التحديد R^2 . ويعود ذلك إلى وجود عامل الاتجاه (Trend) في البيانات الزمنية

(أي تغير منتظم في مستوى السلسلة الزمنية في اتجاه محدد) والذي يعكس ظروفا معينة تــؤثر على جميع المتغيرات إما في نفس الاتجاه أو في اتجاهات متعاكسة (عطية، ١٩٩٨).

وتعتبر سلسلة زمنية (Y_t) بأنها ساكنة إذا ما توفرت بها بعض الخصائص الإحصائية، حيث تتمثل الخاصية الأولى في ثبات متوسط القيم عبر الزمن، أي وجوب ثبات الوســط الحســابي للسلسلة الزمنية، على أن يكون قيمة ثابتة تقريبا، أي

$$E(Y_t) = \mu_y$$

أما الخاصية الثانية فتتمثل في ثبات التباين للسلسلة الزمنية عبر الزمن، أي

$$Var(Y_t) = E(Y_t - \mu_y)^2 = \sigma^2 Y$$

وأخيرا لابد من أن يكون التباين المشترك للسلسلة الزمنية بين فترة زمنية وأخرى يعتمد علــى فرق الزمن، أي

$$\gamma_k = E[(Y_t - \mu_y)(Y_{t+k} - \mu_y)]$$ (آل درويش، ٢٠٠٨).

ومن أهم ملامح عدم سكون السلسلة الزمنية هو تغير تباين السلسلة عبر الــزمن، ووجــود اتجاه عام في بيانات السلسلة، بالإضافة لوجود نمط متكرر للتقلبات الموسمية عبر الزمن، لذلك لا بد من وجود حلول مناسبة لمثل هذه المشاكل من خلال استخدام أساليب إحصائية معينة، فمن أهم التحويلات المستخدمة لتثبيت تباين السلسلة الزمنية هو الحصول على اللوغاريتم الطبيعــي لبيانات السلسلة أو الحصول على الجذر التربيعي لها، وبعد إجراء التقديرات اللازمة يتم إعــادة صيغة التقدير لأصلها، وبالنسبة لإزالة الاتجاه العام في السلسلة الزمنية فيتم بعدة طــرق، مــن أهمها طريقة الفروق (Differencing Method) والمستخدمة في هذه الدراسة، والتي تنتهــي إلى سلسلة زمنية ساكنة أو مستقرة (عطية، ١٩٩٨).

لذلك وقبل إجراء تقدير متجه الانحدار الذاتي (VAR) لا بد من التعامل مع مـشكلتين، تتمثل الأولى فيما إذا كانت المتغيرات في النموذج غير مستقرة، حيث يكون المتغير ساكنا أو مستقرا إذا كانت درجة ترتيب تكامله (Integrated Order) تساوي صفر، وعندئذ يرمز لـه بالرمز I ~ (0) أو I (0) ، وإذا كان المتغير غير مستقرا فإن ذلك يتطلب أخذ الفروق له، أما المشكلة الأخرى فتتمثل فيا إذا كان للمتغيرات تكامل مشترك (Cointegration)، مما يعني أن هناك علاقة توازنية مستقرة طويلة الأجل فيما بين هذه المتغيرات.

ومن الجدير بالذكر أنه إذا كان للمتغيرات المستخدمة في نموذج (VAR) تكامل مـشترك، وتم تقدير ذلك النموذج باستخدام الفروق الأولى لتلك المتغيرات وبدون مراعاة خاصية التكامـل المشترك، فانه سيكون هناك خطأ توصيف في النظام، حيث يمثل التكامل المشترك فـي هـذه الحالة الخطأ في التوازن الذي تم إهماله، ولحل هذه المشكلة فانه ينبغي إضـافة البـواقي مـن انحدار التكامل المشترك لنظام المعادلات (VAR) على شكل متغير مستقل بجانب المتغيـرات الأخرى (الحوشان، ٢٠٠٢).

على ضوء ما تقدم، وبعد تحديد المتغيرات الداخلة في النموذج المستخدم (VAR) مـسبقا، قام الباحث بإجراء اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test) لمعرفة مدى استقرارية متغيـرات الدراسة باستخدام طريقـة ديكـي- فـولر الموسـع (Augmented Dicky- Fuller Test (ADF))، الذي يأخذ عدد المشاهدات في الحسبان، ثم يعمل على فحص استقرار المتغيرات مع مرور الزمن، حيث يتم مقارنة قيمة ديكي- فولر المحسوبة بالقيمة الجدولية المقابلة لها، وبالتالي تحديد استقرارية المتغيرات من عدمها خلال فترة الدراسة، فإذا كانت تلـك القيمـة المحـسوبة (بالقيمة المطلقة) أكثر من القيمة الجدولية، تكون السلسلة الزمنية مستقرة، أما إذا كان العكس من ذلك فتكون السلسلة غير مستقرة.

ثم يأتي اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality Test)، الذي يمكن من خلاله تحديد اتجاه السببية فيما بين المتغيرات الداخلة في النموذج، حيث يعتمد هذا الاختبار بشكل رئيسي على اختبار (F). وعند اختبار فيما إذا كان المتغير (X) يسبب المتغير (Z)، فإن الفرضية الصفرية تكون " أن (X) لا تسبب (Z) ". ورفض هذه الفرضية يعني أن (X) تسبب (Z). ويتم احتساب قيمة (F) المحسوبة عن طريق المعادلة التالية:

$$Fc = ((RSS_r - RSS_{ur}) / q)) / (RSS_{ur} / (n-m))$$

حيث:

q: عدد المعلمات التي تم تقييدها في الانحدار المقيد مقارنة مع الانحدار غير المقيد.

n: عدد المشاهدات.

m: عدد المعلمات في الانحدار غير المقيد.

RSS_{ur}: مجموع مربعات البواقي في الانحدار غير المقيد.

RSS_r: مجموع مربعات البواقي في الانحدار المقيد.

حيث يتم مقارنة قيمة (F) المحسوبة مع قيمة (F) الجدولية عند مستوى معين، فإذا كانت قيمة (F) المحسوبة أكبر من قيمة (F) الجدولية، فانه يتم رفض الفرضية الصفرية، وهذا يعني أن (X) تسبب (Z)، وهذا بدوره يعني أن فترات التباطؤ الزمني لـ (X) لها قوة تنبؤية إضافية على المتغير (Z) عند إضافتها لفترات التباطؤ الزمني لقيم (Z) نفسها.

يلي ذلك اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansn Cointegration Test)، وينطوي هذا الاختبار على تقدير نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) باستخدام دالة الإمكانية العظمى (Maximum Likelihood Function)، حيث يتم عمل انحدار للمتغيرات التابعة على المتغيرات المستقلة في النموذج، ثم إجراء اختبارات جذر الوحدة على بواقي المعادلة، وذلك

للتعرف على هذه البواقي فيما إذا كانت ساكنة أم لا، فإذا كانت ساكنة فإن المتغيرين يكونا متكاملين تكاملا مشتركا.

بعد ذلك ولمعرفة العلاقة في المدى القصير تم تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition)، والذي يتم عن طريقه قياس تأثير الصدمات عبر الوقت على متغيرات النموذج، حيث يقسم خطأ التنبؤ لكل متغير إلى عدة أجزاء يمكن إرجاعها للصدمات التي تقع على كل متغير داخلي (Endogenous) في النظام، أي أن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما يعزى للصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج.

وأخيرا للوصول إلى دوال الاستجابة لردة الفعل للمتغيرات (Impulse Response Functions)، التي تساعد على تتبع المسار الزمني لمختلف الصدمات التي يمكن أن تتعرض لها المتغيرات المختلفة في النموذج، كما تعكس أيضا كيفية استجابة كل متغير من هذه المتغيرات لأي تغير مفاجئ أو صدمة عشوائية في أي متغير من متغيرات النموذج.

ومن الجدير بالذكر، أن كل من تحليل التباين ودوال الاستجابة تعتبران طريقتين من طرق وصف السلوك الحركي للنموذج، ولكل منهما أهمية بالغة في عمليات التنبؤ.

٤ – ٢ اختبار جذر الوحدة (Unit Root Test):

من أجل تحديد ما إذا كانت المتغيرات محل اهتمام الدراسة مستقرة أم لا، تم إجراء اختبار ديكي- فولر الموسع ((Augmented Dicky- Fuller Test (ADF)) ، لاختبار فرضية ما إذا كانت المتغيرات تحتوي على جذر الوحدة (Unit Root)، ليتم أخذ الفروق لها إذا ما كانت بحاجة لذلك لجعلها ساكنة.

الجدول رقم (٤) يعرض نتائج اختبار ديكي- فولر لجميع متغيرات الدراسة، ويظهر الجدول، من خلال مقارنة قيمة ديكي- فولر المحسوبة بالقيمة الجدوليه لها على مستوى ١٠%،

بأن المتغيرات المتمثلة بعرض النقود بمفهومه الواسع (M2)، والرقم القياسي لأسعار الأســـهم (SPI)، وحجم التداول (VT)، ومعدل دوران الأسهم (TR) جميعها مستقرة على الفرق الأول، وبذلك تكون درجة ترتيب التكامل لها (Integrated Order) هي I(1) ، بينما متغير عـــرض النقود بمفهومة الضيق (M1)، فهي مستقرة بالفرق الثاني، أي أنها I(2) وبما أن درجة تكاملية المتغيرات ليست نفسها لجميع المتغيرات، فأنة من الممكن أن تكون نتائج الأساليب التقليدية في الاقتصاد القياسي مزيفة، لذلك لابد من اللجوء إلى أساليب أكثر حداثة للبحـــث عـــن النمـــوذج المناسب لهذه البيانات.

جدول رقم (٤)

اختبار جذر الوحدة باستخدام طريقة ديكي- فولر الموسع

المتغير	قيمة ديكي- فولر الموسع المحسوبة	قيمة ديكي- فولر الموسع الجدولية على مستوى (١٠%)	القرار
المستوى			
Log(M1)	- 0.1635	- 2.6265	غير مستقرة
Log(M2)	- 0.6985	- 2.6265	غير مستقرة
Log(SPI)	- 0.7327	- 2.6265	غير مستقرة
Log(VT)	- 0.6621	- 2.6265	غير مستقرة
Log(TR)	- 2.08556	- 2.6265	غير مستقرة
الفرق الأول			
Log(M1)	- 2.3894	- 2.6290	غير مستقرة
Log(M2)	- 3.3727	- 2.6290	مستقرة
Log(SPI)	- 3.1055	- 2.6290	مستقرة
Log(VT)	- 3.2413	- 2.6290	مستقرة
Log(TR)	- 3.7090	- 2.6290	مستقرة
الفرق الثاني			
Log(M1)	- 4.1349	- 2.6318	مستقرة

ملحوظة: (١) وجد بأن عدد فترات التباطؤ الزمني يساوي ١ هو كافيا لضمان عدم وجود مشكلة الترابط المتسلسل في الخطأ العشوائي.

(٢) تم استخدام المقطع Intercept في اختبار ديكي- فوللر الموسع، وعند استخدام المقطع Intercept والزمن Trend لم تتغير النتائج كثيرا، لذلك قرر الباحث اعتماد المقطع فقط.

٤- ٣ اختبار جرينجر للسببية (Granger Causality Test):

يمكن من خلال هذا الاختبار تحديد اتجاه العلاقة السببية فيما بين متغيرات الدراسة، التي يمكن أن تكون أحادية الجانب بحيث تتجه من متغير عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) إلى متغيرات البورصة الأخرى والممثلة بالرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم أو العكس، أو أن تكون تبادلية الاتجاة، بمعنى أن كل طرف يسبب منهما الاخر. كما يمكن أن لا يكون هناك علاقة سببيه بين طرفي المتغيرات المعنية. وبعد تطبيق خطوات اختبار السببية المذكورة سابقا لمتغيرات النموذج على كلا الاتجاهين المتعاكسين، لحساب قيمة (F) وباستخدام المعادلة السالفة الذكر، وبعدد فترات تباطؤ زمني يساوي ٢، ظهرت النتائج المبينة تاليا:

القرار	قيمة F المحسوبة	اتجاة السببية
لا نرفض	٣,٠٠	$\log(M1) \rightarrow \log(SPI)$
لا نرفض	٧,١٨	$\log(M1) \rightarrow \log(VT)$
لا نرفض	٢,٨٠	$\log(M1) \rightarrow \log(TR)$
لا نرفض	٢,٥٩	$\log(M2) \rightarrow \log(SPI)$
لا نرفض	٣,٧٧	$\log(M2) \rightarrow \log(VT)$
نرفض	١,٥٦	$\log(M2) \rightarrow \log(TR)$

حيث يلاحظ من خلال اختبار السببية بأن عرض النقود بالمفهوم الضيق (M1) يؤثر في كل من (SPI)، (VT)، (TR) وبدرجة مقبولة إحصائيا على مستوى ١٠%، بينما يبين نفس الاختبار بأن عرض النقود بالمفهوم الواسع (M2) يؤثر في كل من (SPI)، (VT) وبدرجة مقبولة إحصائيا على مستوى ١٠%، بينما لا يؤثر (M2) على (TR).

٤ - ٤ اختبار التكامل المشترك (Johanson Cointegration Test):

تقوم معادلة التكامل المشترك في هذه الدراسة على انحدار مؤشرات بورصة عمان الثلاثة المستخدمة (الرقم القياسي لأسعار الأسهم، حجم التداول، ومعدل دوران الأسهم) على عرض النقود بمفهوميه الضيق والواسع كل على حدة، ومن ثم إجراء اختبارات جذر الوحدة على بواقي هذه المعادلة للتعرف على ما إذا كانت هذه البواقي ساكنة أم لا، وفي حالة كون هذه البواقي ساكنة فإنه يستنتج بأن المتغيرين متكاملين تكاملا مشتركا.

٤ - ٤ - ١ اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الضيق (M1) وكلا من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم:

(أ) اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الضيق (M1) والرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI):

بعد إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johanson Cointegration Test) للمتغيرين عرض النقود بمفهومة الضيق Log(M1) والرقم القياسي لأسعار الأسهم Log(SPI)، كانت النتائج كما هي في الجدول رقم (٥) التالي:

جدول رقم (٥)

اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين المتغيرين Log(M1) و Log(SPI)

قيمة الايجن Eigenvalue	نسبة الإمكانية Likelihood ratio	القيمة الحرجة على مستوى (5%)	عدد العلاقات الخطية No. of CE(s)
0.2150	6.7636	15.41	صفر
0.0084	0.2288	3.76	على الأكثر ١

اعتمادا على نتائج الجدول السابق، نجد أن القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية (6.7636) تقل عن القيمة الحرجة بمستوى دلالة 5% وهي (15.41)، فإننا بذلك نقبل فرضية عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرين على نسبة معنوية (5%).

كما وتشير نتائج اختبار جوهاسن للتكامل المشترك إلى عدم وجود أي علاقة خطية طويلة المدى بين المتغيرين Log(M1) و Log(SPI) بدرجة معنوية (5%)، حيث أن عدد العلاقات الخطية يساوي صفر أو على الأكثر ١.

(ب) اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الضيق (M1) وحجم التداول (VT) :

بعد تطبيق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك على المتغيرين Log(M1) و Log(VT) ، كانت النتائج كما هي بالجدول رقم (٦) التالي:

جدول رقم (٦)

اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين المتغيرين Log(M1) و Log(VT)

قيمة الايجن Eigenvalue	نسبة الإمكانية Likelihood ratio	القيمة الحرجة على مستوى (٥%)	عدد العلاقات الخطية No. of CE(s)
0.3347	11.3002	15.41	صفر
0.0110	0.2992	3.76	على الأكثر 1

ملحوظة: LR (نسبة الإمكانية) تشير إلى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرين، على نسبة معنوية (5%)، حيث تقل القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية (11.3002) عن القيمة الحرجة لها (15.41) على مستوى (٥%).

و تشير كذلك نتائج اختبار جوهاسن للتكامل المشترك إلى عدم وجود أي علاقة خطيـة طويلة المدى بين المتغيرين Log(M1) و Log(VT) على درجة معنوية (5%)، حيث كـان عدد العلاقات الخطية يساوي صفر أو ١ على الأكثر.

(ج) اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الضيق (M1) ومعـدل دوران الأسـهم (TR):

تم تطبيق اختبار التكامل المشترك المذكور على المتغيـرين Log(M1) و Log(TR)، حيث ظهرت النتائج المبينة بالجدول رقم (٧) التالي:

جدول رقم (٧)

اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين المتغيرين Log(M1) و Log(TR)

قيمة الايجن Eigenvalue	نسبة الإمكانية Likelihood ratio	القيمة الحرجة على مستوى (٥%)	عدد العلاقات الخطية No. of CE(s)
0.2921	9.3391	15.41	صفر
0.0005	0.0122	3.76	على الأكثر ١

LR (نسبة الإمكانية) تشير إلى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرين على نسبة معنوية 5%، حيث تقل القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية (9.3391) عن القيمة الحرجة (15.41) على تلك الدرجة من المعنوية (5%).

و تشير نتائج اختبار جوهاسن للتكامل المشترك إلى عدم وجود أي علاقة خطية طويلـة المدى بين المتغيرين Log(M1) و Log(VT) على درجة معنوية (5%)، فهي صـفر أو ١ على الأكثر.

يتبين مما سبق أنه لا وجود للتكامل المشترك فيما بين عرض النقود بمفهومـــة الـــضيق (M1) وكلا من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI)، وحجم التـــداول (VT)، ومعـــدل دوران الأسهم (TR) في بورصة عمان على درجة معنوية (5%)، كما وتشير نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك إلى عدم وجود أي علاقة خطية طويلة المدى بين متغير عرض النقد بالمفهوم الضيق (M1) وبين متغيرات البورصة المعنية. وسيتم فيما يلي إجراء اختبار التكامل المشترك نفسه ولكن على عرض النقود بالمفهوم الواسع مع نفس المتغيرات المستهدفة.

٤- ٤- ٢ اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الواسع (M2) وكلا من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم:

(أ) اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الضيق (M2) والرقم القياســـي لأســـعار الأسهم (SPI):

بعد إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المـــشترك للمتغيـــرين Log(M2) و Log(SPI)، كانت النتائج كما هي بالجدول رقم (٨) التالي:

جدول رقم (٨)

اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين المتغيرين Log(M2) و Log(SPI)

قيمة الايجن Eigenvalue	نسبة الإمكانية Likelihood ratio	القيمة الحرجة على مستوى (٥%)	عدد العلاقات الخطية No. of CE(s)
0.3096	10.9319	15.41	صفر
0.0338	0.9293	3.76	على الأكثر ١

بناءا على نتائج الجدول والتي تظهر بأن القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية تقل عن القيمة الحرجة بمستوى معنوية 5%، (أي 15.41 < 10.9319) فان ذلك يدل على عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرين على تلك النسبة من المعنوية.

و تشير كذلك نتائج اختبار جوهاسن للتكامل المشترك إلى عدم وجود أي علاقة خطية طويلة المدى بين المتغيرين Log(M2) و Log(SPI) على درجة معنوية (5%)، فهي صفر أو ١ على الأكثر وكما يظهر من نفس الجدول.

(ب) اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الضيق (M2) وحجم التداول (VT) :

تم تطبيق اختبار جوهانسن للتكامل المشترك للمتغيرين Log(M2) و Log(VT)، حيث برزت النتائج التالية والمبينة بالجدول رقم (٩) التالي:

جدول رقم (٩)

اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين المتغيرين Log(M2) و Log(VT)

قيمة الايجن Eigenvalue	نسبة الإمكانية Likelihood ratio	القيمة الحرجة على مستوى (٥%)	عدد العلاقات الخطية No. of CE(s)
0.3248	11.4040	15.41	صفر
0.0292	0.7995	3.76	على الأكثر 1

LR (نسبة الإمكانية) تشير إلى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرين على نسبة معنوية 5%، حيث القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية (11.4040) تقل عن القيمة الحرجة لها (15.41) على درجة المعنوية المبينة.

كما و تشير نتائج اختبار جوهاسن للتكامل المشترك إلى عدم وجود أي علاقة خطية طويلة المدى بين المتغيرين Log(M2) و Log(VT) على درجة معنوية (5%)، حيث أن عدد العلاقات الخطية الظاهر في الجدول هو صفر أو ١ على الأكثر.

(ج) اختبار التكامل المشترك لعرض النقود بمفهومة الضيق (M2) ومعدل دوران الأسهم :

باستخدام اختبار التكامل المشترك ذاته للمتغيرين Log(M2) و Log(TR)، ظهرت النتائج التالية والمبينة بالجدول رقم (١٠) التالي:

جدول رقم (١٠)

اختبار جوهانسن للتكامل المشترك بين المتغيرين Log(M2) و Log(TR)

قيمة الايجن Eigenvalue	نسبة الإمكانية Likelihood ratio	القيمة الحرجة على مستوى (٥%)	عدد العلاقات الخطية No. of CE(s)
0.2746	9.4681	15.41	صفر
0.0292	0.8003	3.76	على الأكثر 1

LR (نسبة الإمكانية) تشير إلى عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرين على نسبة معنوية 5%، حيث أن القيمة المحسوبة لنسبة الإمكانية العظمى (9.4681) تقل عن القيمة الحرجة لها (15.41) على نسبة معنوية 5%.

و تشير كذلك نتائج اختبار جوهاسن للتكامل المشترك إلى عدم وجود أي علاقة خطية طويلة المدى بين المتغيرين Log(M2) و Log(TR) على درجة معنوية (5%)، حيث كان عدد العلاقات الخطية طويلة المدى فيما بين المتغيرين يساوي صفر أو على الأكثر ١ وكما يظهر في الجدول أعلاه.

وبنفس الطريقة فانه يتبين أيضا عدم وجود تكامل مشترك فيما بين عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) وأي من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في سوق الأسهم الأردني على درجة معنوية (5%)، بالإضافة إلى نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك والتي تشير إلى عدم وجود أي علاقة خطية طويلة المدى بين عرض النقد بمفهومة الواسع (M2) وبين المتغيرات المعنية الأخرى في البورصة.

بعد أن تم التحقق من استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات المستهدفة، ومن ثم التأكد من عدم وجود أي علاقات خطية تكاملية فيما بين هذه المتغيرات، فإنه يمكن لنا متابعة بقية الاختبارات الأخرى اللازمة في النموذج والتي توصلنا في نهاية الأمر إلى طبيعة العلاقة ما بين عرض النقود وبقية متغيرات البورصة المستخدمة في هذه الدراسة.

٤- ٥ تحليل العلاقة في المدى القصير:

إن عدم وجود علاقة تكاملية في المدى الطويل لا يعني عدم وجود علاقة بين المتغيرات في المدى القصير، وعلية سيتم توظيف مؤشرين يستخدما لهذه الغاية وهما تحليل مكونات التباين، وتحليل دوال الاستجابة لردة الفعل.

٤- ٥- ١ تحليل مكونات التباين (Variance Decomposition):

نظرا لعدم وجود علاقة خطية تكاملية طويلة المدى بين عرض النقود بمفهومه الضيق (M1) وكلا من الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم، فإن ذلك يتيح لنا استخدام نموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) للتعرف على الأهمية الاقتصادية لمتغير عرض النقود وتأثيره على المتغيرات الأخرى في النظام من خلال تحليل مكونات التباين، ويعتبر تحليل مكونات التباين إحدى الطرق لوصف السلوك الحركي للنموذج، حيث يقسم فيه تباين خطأ التنبؤ لكل متغير إلى جزئين، يخص الجزء الأول منة المتغير نفسه، بينما يخص الجزء الآخر المتغيرات الأخرى في النظام، وبمعنى آخر فإن تباين خطأ التنبؤ لمتغير ما يعزى للصدمات غير المتنبأ بها لكل متغير من متغيرات النموذج خلال فترة التنبؤ، وبذلك يتسنى لنا معرفة مقدار التباين في التنبؤ لكل متغير العائد إلى خطأ في التنبؤ في نفس المتغير، والمقدار العائد إلى خطأ التنبؤ في المتغيرات الأخرى، ثم الوقوف على كيفية انتقال تأثير الصدمة التي تحدث في متغير عرض النقود بالمفهوم الضيق (M1) على كل متغير من متغيرات البورصة الثلاثة المستخدمة، وذلك من خلال دوال الاستجابة والتي سنتعرض لها لاحقا.

(أ) علاقة تباين عرض النقود بالمفهوم الضيق (M1) بالرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم:

بعد تطبيق اختبار تحليل التباين على متغيري عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) والرقم القياسي لأسعار الأسهم، كانت النتائج كما هي مبينة بالجدول رقم (١١). ونلاحظ من خلال الجدول المذكور أن الرقم القياسي لأسعار الأسهم يتأثر بعرض النقود (M1)، حيث يتضح أنة خلال الفترة الأولى كانت التغيرات في عرض النقود (M1) تفسر 16.5% من تنبؤ الخطأ الناتج في الرقم القياسي لأسعار الأسهم التي تعود إلى أخطاء عشوائية في عرض النقود (M1). ويلاحظ أن هذه النسبة تتزايد في الفترات اللاحقة حتى تصل إلى 54.51% في الفترة الخامسة، ثم إلى 69.5% في الفترة العاشرة، أي أن عرض النقود Log(M1) يشرح نسبة عالية في تباين الرقم القياسي لأسعار الأسهم Log(SPI) (69.5% في الفترة العاشرة)، في حين نجد أن متغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم يفسر نسبة 83.5% من نفسه في الفترة الأولى، ثم تبدأ هذه القوة التفسيرية بالتناقص لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم من نفسه، حتى تصل إلى 30.5% في الفترة العاشرة، مما يشير إلى قوة تأثير التغير في عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) على الرقم القياسي لأسعار الأسهم، والذي يزيد مع مرور الزمن وبمعدلات زيادة مرتفعة.

جدول رقم (١١)

تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم Log(SPI)

عند استخدام عرض النقود بالمفهوم الضيق Log (M1)

الفترة الزمنية	Log(M1)	Log(SPI)
1	16.5469	83.4531
2	29.0850	70.9151
3	40.1193	59.8807
4	48.5138	51.4862
5	54.5079	45.4921
6	58.8734	41.1266
7	62.2574	37.7427
8	65.0449	34.9551
9	67.4385	32.5616
10	69.5443	30.4557

جدول رقم (١٢)

تحليل مكونات التباين لحجم التداول بالدينار Log(VT)

عند استخدام عرض النقود بالمفهوم الضيق Log (M1)

الفترة الزمنية	Log(M1)	Log(VT)
1	24.1612	75.8388
2	39.1041	60.8960
3	44.7480	55.2520
4	48.4554	51.5446
5	50.8236	49.1764
6	52.5528	47.4472
7	53.8715	46.1285
8	54.9277	45.0723
9	55.7982	44.2018
10	56.5308	43.4692

أما بالنسبة لمتغير حجم التداول، وبعد إجراء تقدير النموذج المشار إليه، فقد ظهرت نتائج تحليل التباين والمبينة في الجدول رقم (١٢)، والتي تشير إلى التناقص الواضح في القوة التفسيرية لمتغير حجم التداول من نفسه عبر الزمن، والمصاحب لزيادة قوة تفسير التغيرات في عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) من تنبؤ الخطأ الناتج في حجم التداول، فبينما كان هذا

الخطأ يعزى إلى المتغير نفسه بنسبة 75.84% في الفترة الأولى، ويعزى أيضا إلى عرض النقود (M1) بنسبة 24.16% في نفس الفترة، انخفضت القوة التفسيرية لمتغير حجم التداول إلى 43.47% في الفترة العاشرة، في حين ازدادت نسبة تفسير التغيرات في عرض النقود (M1) إلى 56.53% من مكونات التباين لحجم التداول في الفترة العاشرة.

وكذلك الحال بالنسبة لمتغير معدل دوران الأسهم والتي تظهر نتائج تحليل تباينه في الجدول رقم (١٣)، حيث تتناقص القوة التفسيرية لذلك المتغير من نفسه من 83.71% في الفترة الأولى إلى 58.16% في الفترة الخامسة، ثم إلى 57.5% في الفترة العاشرة، في حين تتزايد قوة تفسير التغيرات في عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) من تنبؤ الخطأ في متغير معدل دوران الأسهم من 16.19% في الفترة الأولى لتصل إلى 42.55% في الفترة العاشرة.

جدول رقم (١٣)

تحليل مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم Log(TR)

عند استخدام عرض النقود بالمفهوم الضيق Log (M1)

Log(TR)	Log(M1)	الفترة الزمنية
83.7102	16.2899	1
70.7946	29.2054	2
63.8084	36.1916	3
59.9497	40.0503	4
58.1567	41.8433	5
57.5539	42.4461	6
57.4641	42.3559	7
57.5018	42.4982	8
57.5105	42.4895	9
57.4462	42.5538	10

يلاحظ من خلال تحليل التباين أن التغير في عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) يساهم في تفسير التغير في تباين كل من الرقم القياسي العام، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في

بورصة عمان وبشكل متزايد، مما يدل وجود علاقة سببية تتجه من عرض النقود (M1) إلى متغيرات البورصة المذكورة.

(ب) علاقة تباين عرض النقود بالمفهوم الواسع (M2) بالرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم:

تم تحليل التباين بالنسبة لعرض النقود بمفهومة الواسع (M2) ومتغيرات البورصة الثلاثة المستخدمة في هذه الدراسة بنفس الأسلوب في البند السابق، وخاصة بعد أن تم التأكد من عدم وجود علاقة خطية تكاملية طويلة المدى فيما بين عرض النقود (M2) وأي من تلك المتغيرات، ذلك من أجل معرفة تأثر هذه المتغيرات بما يحدثه عرض النقود (M2) من تغيرات خلال فترة الدراسة، وإلى أي مدى يمكن أن تفسر هذه التغيرات فيه من تنبؤ الخطأ الناتج لكل متغير.

وعند إجراء التقدير باستخدام النموذج المستخدم في الدراسة، كانت نتائج تحليل التباين لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم كما هو مبين بالجدول رقم (١٤).

جدول رقم (١٤)

تحليل مكونات التباين للرقم القياسي لأسعار الأسهم Log(SPI)

عند استخدام عرض النقود بالمفهوم الواسع Log(M2)

Log(SPI)	Log(M2)	الفترة الزمنية
80.0696	19.9304	1
65.1631	34.8369	2
54.5029	45.4971	3
47.9392	52.0608	4
43.9636	56.0364	5
41.3499	58.6501	6
39.4248	60.5752	7
37.8615	62.1385	8
36.7071	63.4929	9
35.2899	64.7101	10

وكما يتضح من الجدول، أن هناك تزايد للقوة التفسيرية لعرض النقود بمفهومة الواسع (M2) للتغيرات في الرقم القياسي لأسعار الأسهم على المدى الطويل، فبينما كانت نسبتها 19.93% في الفترة الأولى، ارتفعت هذه النسبة إلى 58.65% في الفترة الخامسة، ثم واصلت ارتفاعها إلى 64.71% في الفترة العاشرة، بمعنى أن متغير عرض النقود (M2) أصبح يشرح نسبة مرتفعة من تباين الرقم القياسي لأسعار الأسهم تصل إلى 64.71% في الفترة العاشرة. وبطبيعة الحال، فقد ترافقت تلك الزيادة بانخفاض القوة التفسيرية لمتغير الرقم القياسي لأسعار الأسهم من نفسه من 80.07% في الفترة الأولى إلى 35.29% في الفترة العاشرة.

وكذلك الحال بالنسبة لتحليل التباين لعرض النقود بالمفهوم الواسع (M2) وكلا من حجم التداول (VT) ومعدل دوران الأسهم (TR)، حيث يبين الجدول رقم (١٥) نتائج تحليل مكونات

جدول رقم (١٥)
تحليل مكونات التباين لحجم التداول بالدينار Log(VT)
عند استخدام عرض النقود بالمفهوم الواسع Log(M2)

Log(VT)	Log(M2)	الفترة الزمنية
82.4157	17.5843	1
78.6085	21.3915	2
75.7947	24.2053	3
73.6779	26.3221	4
72.0390	27.9610	5
70.7337	29.2663	6
69.6687	30.3313	7
68.7837	31.2163	8
68.0386	31.9614	9
67.4065	32.5935	10

النموذج لحجم التداول، بينما يبين الجدول رقم (١٦) نتائج تحليل معدل دوران الأسهم خلال فترة الدراسة، ويشير كلا الجدولين إلى الزيادة المتواصلة للقوة التفسيرية لعرض النقود بمفهومه

الواسع (M2) للتغيرات الناشئة في كل من حجم التداول ومعدل دوران الأسهم مع مرور الزمن، مما يدل على تأثر كلا المتغيرين المذكورين بعرض النقود (M2) عبر الزمن.

جدول رقم (١٦)

تحليل مكونات التباين لمعدل دوران الأسهم Log(TR)

عند استخدام عرض النقود بالمفهوم الواسع Log(M2)

الفترة الزمنية	Log(M2)	Log(TR)
1	18.1710	81.8290
2	22.9055	77.0945
3	26.7909	73.2091
4	29.4244	70.5756
5	30.8898	69.1103
6	31.6079	68.3921
7	31.9725	68.0275
8	32.2077	67.7923
9	32.4101	67.5899
10	32.6140	67.3860

إن زيادة القوه التفسيرية للتغير في عرض النقود (M2)، والتي تسهم وبشكل متزايد في تفسير تباين التنبؤ بكل من الرقم القياسي العام، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في بورصة عمان، لدليل أيضا على وجود علاقة سببية تتجه من عرض النقود (M2) إلى متغيرات البورصة المذكورة، وهي مطابقة لحالة تحليل التباين لعرض النقود (M1) مع تلك المتغيرات.

٤ - ٥ - ٢ دالة الاستجابة لردة الفعل (Impulse Response Function):

تعكس دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) كيفية استجابة كل متغير من المتغيرات المختلفة في النموذج لأي صدمة عشوائية في أي تغير من متغيرات النموذج الأخرى مع مرور الزمن، وبذلك فهي تساعد في تتبع المسار الزمني للصدمات التي يمكن أن تتعرض لها مختلف

المتغيرات في ذلك النموذج، وبالتالي فهي توضح تأثير صدمة بمقدار انحراف معيـــاري واحـــد لأحد المتغيرات على القيم الحالية والمستقبلية لمتغيرات النموذج.

(أ) دوال الاستجابة لردة فعل الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التـــداول، ومعدل دوران الأسهم للتغير في عرض النقود بمفهومة الضيق (M1):

لفحص كيف تستجيب مؤشرات بورصة عمان المستهدفة في الدراسة للصدمات الواقعـــة على النظام، يتم حساب دوال الاستجابة، والتي من خلالها يتم تتبع الأثر على قـــيم المتغيـــرات الداخلية نتيجة تغير قدرة انحراف معياري واحد في المتغير المستقل عرض النقود (M1).

عند إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) لمعرفة مدى تأثير عـــرض النقـــود بمفهومة الضيق (M1) على الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم (SPI) خلال فترة الدراسة، كانت النتائج على النحو المبين في الشكل رقم (١: أ)، حيث يتبين أن أي صدمة عشوائية موجبة لمتغير عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) تحدث أثر إيجابي على أسعار الأسهم في بورصة عمان، ويستمر هذا التأثير لمدة ثلاث سنوات. وتتوافق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة البـــازعي (١٩٩٨) على سوق الأسهم السعودي، حيث توصل إلى ايجابية هذه العلاقة أيضا، وكذلك مـــع دراسة سلامة (١٩٩٧)، والذي استخدم عرض النقود (M2) في دراسته ليمثل الودائـــع تحـــت الطلب مضافا إليها شبة النقد، ومطروحا منها ما يخص البلديات والمؤسسات العامـــة، وانتهـــى الباحث إلى ارتباط أسعار الأسهم بعرض النقود بعلاقة ايجابية. وبما أن عوائد الأسهم تمثل كلا من توزيعات الأرباح السنوية (Dividends) بالإضافة للربح الرأسمالي (Capital Gain) عند بيع تلك الأسهم، وأن هذه العوائد تتدخل في تحديد أسعار الأسهم، وتعتبر أيضا بمثابة أحد معايير أداء أسواق رأس المال، فإن دراستنا هذه تتوافق أيضا مع نتائج دراســـة كـــلا مـــن (Chen, 2005)، ودراسة أيوندس وكونتونيكاس (Ioannidis & Kontonikas, 2006)، وكذلك دراسة

الشركس (Al-Sharkas, 2004) في أثر عرض النقود الايجابي على عوائد الأسهم، ولعل عدم وجود تأثير ذو دلالة إحصائية لعرض النقود (M1) على أسعار الأسهم التي تم التوصل إليها في دراسة بدري وخوري (١٩٩٧)، يعود لاختلاف المنهجية في التحليل.

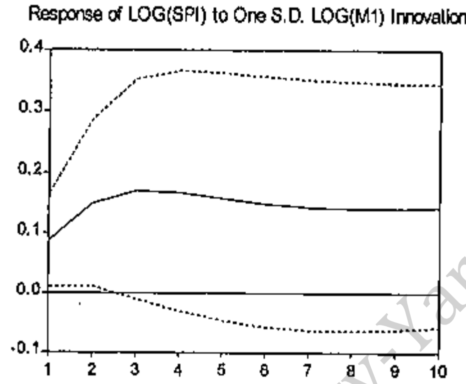
وبالنسبة لأثر عرض النقود بالمفهوم الضيق (M1) على متغير حجم التداول (VT)، وبعد إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) أيضا، برزت النتائج المبينة في الشكل رقم (١: ب)، حيث يتضح أن حجم التداول يستجيب بشكل ايجابي ولغاية السنة الثالثة والنصف تقريبا لأي صدمة عشوائية موجبة في عرض النقود (M1). وتنسجم هذه النتيجة مع ما توصل إلية اختبار تحليل التباين لنفس المتغيرين مسبقا، حيث يبين تزايد القوة التفسيرية لمتغير عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) من تنبؤ الخطأ الناتج في حجم التداول عبر مرور الزمن.

أما بالنسبة لعلاقة متغير عرض النقود بمفهومة الضيق (M1) بمتغير معدل دوران الأسهم، وبعد إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل، والذي يبين استجابة ردة الفعل لمعدل دوران الأسهم لتغير مفاجئ مقداره انحراف معياري واحد في عرض النقود بمفهومه الضيق (M1)، وجدت الدراسة النتائج المبينة في الشكل رقم (١: ج)، حيث يلاحظ من خلال تتبع المسار الزمني للعلاقة بين متغيري عرض النقود (M1) ومعدل دوران الأسهم أن أي صدمة عشوائية موجبة في عرض النقود (M1) سوف تؤثر ايجابيا على أسعار الأسهم في سوق الأسهم الأردني وبمعنوية مقبولة إحصائيا، ويستمر هذا التأثير إلى ما بعد السنة الثانية بقليل تقريبا، ثم يفقد بعد ذلك معنويته. علما بأن هذه النتيجة تتطابق مع اختبار تحليل التباين لهذين المتغيرين، والذي بين الزيادة في القوة التفسيرية لمتغير عرض النقود (M1) في التنبؤ للخطأ الناتج في معدل دوران الأسهم عبر الزمن. وتدل هذه النتيجة على الأثر الايجابي لمتغير عرض النقود (M1) على نشاط وحركة سوق الأسهم في الأردن.

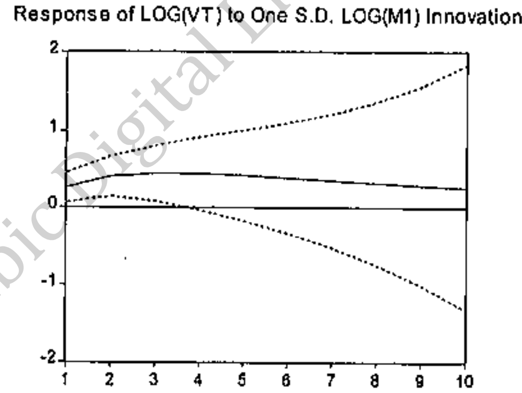
الشكل رقم (١)

دوال الاستجابة لردة الفعل للرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في بورصة عمان للتغير في عرض النقود بمفهومة الضيق (M1)

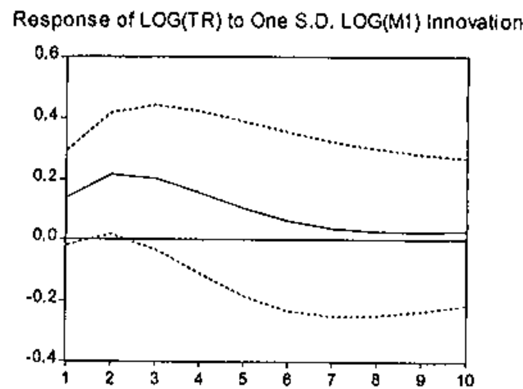
أ - دالة الاستجابة لردة فعل log(SPI) للتغير في log(M1)



ب - دالة الاستجابة لردة فعل log(VT) للتغير في log(M1



ج - دالة الاستجابة لردة فعل log(TR) للتغير في log(M1



(ب) دوال الاستجابة لردة فعل الرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التـداول، ومعدل دوران الأسهم للتغير في عرض النقود بمفهومة الواسع (M2):

بعد إجراء اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) لمعرفة مدى تأثير عـرض النقـود بمفهومة الواسع (M2) على الرقم القياسي المرجح لأسعار الأسهم (SPI)، كانت النتائج كما هي موضحة بالشكل رقم (٢: أ)، حيث يتبين أن متغير أسعار الأسهم في بورصة عمان يـستجيب بصورة ايجابية لأي صدمة عشوائية في متغير عرض النقود (M2)، ويستمر هذا التأثير لغايـة السنة الرابعة. وهذا ما يتفق مع دراسة ماسكيه (Maskay, 2007) في تحليله لأثر التغير فـي عرض النقود على أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية والذي استخدم فـي دراسـته نموذج الانحدار ذو المرحلتين Two- Stage Regression Model، وتتفق كذلك مع دراسـة إبراهيم ويوسف (Ibrahim & Yusoff, 2001) على سوق الأسهم الماليزي، حيـث خلـص الباحث إلى أن أسعار الأسهم في ماليزيا تنقاد بشكل كبير للتغيرات المحلية هنـاك وخـصوصا التغير في عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) على المدى القريب. كما وتتفق نتـائج هـذه الدراسة في ايجابية تأثير عرض النقود على أداء الأسواق المالية مع نتائج دراسات كـل مـن (Chen, 2005) و (Ioannidis & Kontonikas, 2006) اللتان أثبتتا التأثير السلبي للسياسة النقدية الانكماشية على عوائد الأسهم، وأكدت الدراسة الثانية تبعية عوائـد الأسـهم المـستقبلية للسياسة النقدية. أما على المستوى المحلي، فإن نتائج هذه الدراسة تتفق مع دراسـة الرفـاعي (١٩٩٩)، والتي توصلت إلى ايجابية تأثير عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) على أسـعار الأسهم في سوق عمان المالي. وأكدت كذلك دراسة الزعبي (١٩٩٨) تأثر أسعار الأسـهم فـي الأردن بصورة ايجابية بمجموعة من العوامل الاقتصادية الكلية مجتمعة والتي اسـتخدمها فـي دراسته، حيث كان فيها عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) هو أحد هذه العوامل، ولكن يرى

الباحث بأن قيمة (t) الإحصائية والعائدة لتأثير متغير عرض النقود بمفردة على أسعار الأسهم كانت غير معنوية. كما أن دراسة (Al-Sharkas, 2004) أيدت التأثير الايجابي لعرض النقود (M2) على عوائد الأسهم في سوق عمان المالي أيضا.

وبخصوص معرفة تأثير عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) على حجم التداول في بورصة عمان، وبعد إجراء الاختبار نفسه (IRF)، ظهرت النتائج المبينة في الشكل رقم (٢: ب)، والتي تبين استجابة ردة الفعل لحجم التداول لتغير مفاجئ مقداره انحراف معياري واحد في عرض النقود (M2)،حيث يتضح الأثر الايجابي لأي صدمة موجبة في متغير عرض النقود (M2) على حجم التداول ولكن بمعنوية ليست عالية، ويستمر هذا التأثير الايجابي إلى ما بعد السنة الثانية تقريبا، ولربما تدعم هذه النتيجة مما تم التوصل إليه من ايجابية هذه العلاقة في حالة عرض النقود (M1) ومعنوية تأثيره الايجابي على حجم التداول في القسم السابق وحتى السنة الرابعة تقريبا. تتفق هذه النتيجة مع ما توصلت إلية دراستنا هذه عند تحليلها للتباين لنفس المتغيرين، وهذا ما أكدته دراسة الرفاعي أيضا (١٩٩٩) والتي توصلت إلى نفس العلاقة فيما بين المتغيرين المعنيين. غير أن دراسة الخطيب والشرع (١٩٩٤) لم تظهر وجود علاقة ارتباط مثبتة إحصائيا بين عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) وكلا من حجم التداول وأسعار الأسهم وعوائدها، ولربما يعود ذلك إلى استخدامهما لنموذج المربعات الصغرى البسيط.

أما عن أثر عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) على معدل دوران الأسهم (TR) في البورصة خلال فترة الدراسة، وعند إجراء الاختبار ذاته (IRF)، ظهرت النتائج المبينة في الشكل رقم (٢: ج) الذي يبين أن متغير معدل دوران الأسهم يستجيب لأي صدمة عشوائية في عرض النقود بمفهومة الواسع (M2) بصورة ايجابية وبمعنوية مقبولة إحصائيا ولغاية السنة

الثانية، وهذا يتطابق مع نتيجة الدراسة في تحليل التباين عند زيادة القوة التفسيرية لمتغير عرض النقود (M2) للتغير في معدلات دوران الأسهم عبر مرور الزمن في سوق الأسهم الأردني.

وللتأكد من مصداقية النتائج في تأثير عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) على متغيرات البورصة المستهدفة في الدراسة، فقد تم إعادة ترتيب المتغيرات في نموذج (VAR)، ولكن النتائج لم تتغير كثيرا.

٤ - ٦ الخلاصة والاستنتاج:

نستطيع القول بأن عرض النقود بمفهوميه الضيق والواسع (M1) و (M2) يمكن أن يؤثران إيجابا على كل من أسعار الأسهم، وأحجام التداول، ومعدلات دوران الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية. وفي إطار هذا التأثير الايجابي لعرض النقود على أسعار الأسهم فإنه يمكن استنتاج أن سوق الأوراق المالية الأردني لا يتسم بالكفاءة المعلوماتية في صيغتها شبة القوية، وذلك بسبب أنة يمكن لعرض النقود أن يساهم في توقع أسعار الأسهم، سيما وأن الصيغة شبة القوية لكفاءة السوق تفترض أن القيمة السوقية للأسهم لا تعكس المعلومات التاريخية للأسهم فحسب، بل تعكس أيضا المعلومات والبيانات العامة والمعروفة للجميع. وبناءا على ذلك فإن أسعار الأسهم تستجيب لأية معلومات جديدة ترد السوق، وكلما زادت سرعة استجابة السوق كلما دل ذلك على الكفاءة، وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع تحقيق أي عوائد مادية نتيجة لدراسة وتحليل البيانات، حيث يكون تأثير عرض النقود كأحد المعلومات المتاحة آنيا على أسعار الأسهم، أي أن أسعار الأسهم تستجيب ومن دون إبطاء للتغيرات في عرض النقود، ولا يمكن لأي مستثمر من تحقيق أرباح استثنائية لمدة طويلة باستخدام معلومات عرض النقود بسبب توفر تلك المعلومات للجميع، لذلك فإن أنصار فرضية كفاءة السوق في صيغتها شبة القوية يرون أن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة أصلا، وذلك لافتراض عدم وجود علاقة

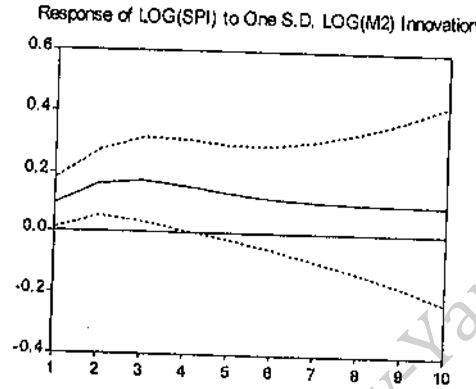
بين عرض النقود وأسعار الأسهم. وتتفق نتيجة هذه الدراسة مع دراسة البازعي (١٩٩٨) على سوق الأسهم السعودي، كما تتفق أيضا مع دراسة المطوري (١٩٩٦) على سوق عمان للأوراق المالية. وعلى أساس هذه النتائج فإنه يمكن القول بأن سوق عمان للأوراق المالية غير كفؤ حسب الصيغة شبة القوية لعدم توفر شروط هذه الكفاءة في السوق، والتي تتطلب استخدام المعلومات العامة المتاحة في توقع أسعار الأسهم، كما أن تحليل التباين يشير إلى أن التغير في عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) يساهمان في تفسير التغير في تباين كل من الرقم القياسي العام في بورصة عمان وبشكل متزايد، الأمر الذي يمكن الاستنتاج على ضوئه من وجود علاقة سببية تتجه من عرض النقود (M1)، وعرض النقود (M2) إلى متغير أسعار الأسهم، مما يدل على عدم كفاءة سوق عمان المالي حسب الصيغة شبة القوية، بحيث يمكن استخدام معلومات عرض النقود لتحقيق أرباح غير عادية.

بينما تنطبق نتائج هذه الدراسة مع استنتاجات نظرية محافظ الاستثمار النقدية في صيغتها التنبؤية على سوق عمان للأوراق المالية، حيث يؤثر التغير في عرض النقود بصورة متباطئة على أسواق الأوراق المالية، وكما يرى أنصار تلك النظرية.

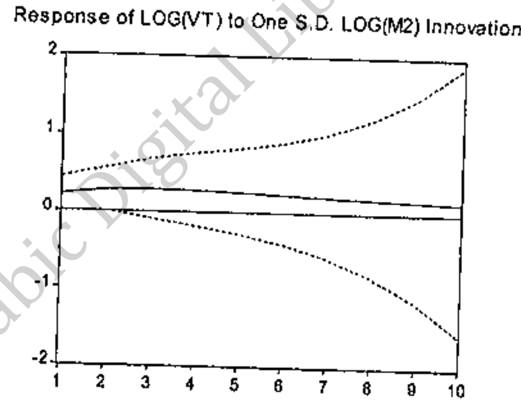
الشكل رقم (٢)

دوال الاستجابة لردة الفعل للرقم القياسي لأسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم في بورصة عمان للتغير في عرض النقود بمفهومة الواسع (M2)

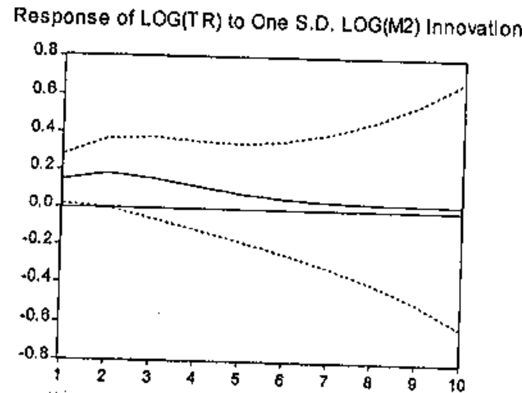
أ - دالة الاستجابة لردة فعل log(SPI) للتغير في log(M2)



ب - دالة الاستجابة لردة فعل log(VT) للتغير في log(M2)



ج - دالة الاستجابة لردة فعل log(TR) للتغير في log(M2)



الفصل الخامس

النتائج والتوصيات

٥- ١ النتائج

توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج هي:

١. يحتل المعدل السنوي لحجم التداول في قطاع الخدمات المرتبة الأولى من حجم التداول الكلي الذي بلغ ٦٨٢,١٢ (مليون دينار)، يليه قطاع البنوك والشركات المالية بمعدل حجم تداول سنوي ٤٨٠,٨٢ (مليون دينار)، ثم قطاع الصناعة بمعدل حجم تداول سنوي مقداره ٣٥٩,١٨ (مليون دينار)، وأخيرا قطاع التأمين بمعدل حجم تداول سنوي بقيمة ١٨,٤٧ (مليون دينار).

٢. يستحوذ قطاع الصناعة على أعلى معدل سنوي لمعدل دوران الأسهم والذي بلغ ٣١,٣%، يليه في المرتبة الثانية قطاع الخدمات بمعدل دوران أسهم سنوي ٢٩,٦%، ثم قطاع البنوك والشركات المالية بمعدل دوران أسهم سنوي ٢٨,٣%، وأخيرا قطاع التأمين الذي بلغ ٢٧,٩%.

٣. من خلال اختبار الاستقراريه للسلاسل الزمنية قيد الدراسة، اتضح أن متغيرات عرض النقود بمفهومه الواسع (M2)، والرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI)، وحجم التداول (VT)، ومعدل دوران الأسهم (TR) جميعها مستقرة بالفرق الأول، بينما متغير عرض النقود بمفهومه الضيق (M1) فقد استقر بالفرق الثاني.

٤. أظهر اختبار جرانجر للسببية بأن هناك علاقة أحادية الاتجاه تتجه من عرض النقد بمفهومة الضيق (M1) إلى كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI) وحجم التداول (VT) ومعدل دوران الأسهم (TR)، كما أن مثل هذه العلاقة تتجه من عرض النقد بمفهومة الواسع (M2) إلى كلا من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI) وحجم التداول (VT).

٥. أظهرت نتائج تحليل اختبار التكامل المشترك عدم وجود علاقة طويلة الأجل فيما بين متغيرات الدراسة في كلتا حالتي عرض النقود بمفهوميه المختلفين، حيث لم يتبين وجود أكثر من متجه للتكامل المشترك بين هذه المتغيرات على درجة معنوية ٥% في كلتا الحالتين.

٦. إن عدم وجود علاقة تكاملية فيما بين المتغيرات على المدى الطويل لا ينفي وجود مثل هذه العلاقة على المدى القصير، وهذا ما أثبتته نتائج الدراسة، حيث تبين أن هناك علاقة قصيرة الأجل فيما بين متغيري عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) وكلا من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI) وحجم التداول (VT) ومعدل دوران الأسهم (TR) .

٧. يساهم التغير في عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) في تفسير التغير في تنبؤ الخطأ الناتج في كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI)، وحجم التداول (VT)، ومعدل دوران الأسهم (TR) وبصورة متزايدة، مما يدل على وجود علاقة سببية تتجه من عرض النقود بكلا مفهوميه إلى كل من المتغيرات الثلاثة الأخرى.

٨. تتفاوت القوة التفسيرية لمتغيري عرض النقود (M1) وعرض النقود (M2) في تفسيرهما للتغيرات الناشئة في كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI) وحجم التداول (VT) ومعدل دوران الأسهم (TR)، حيث تصل إلى أعلى نسبة لها في حالة (SPI) يليها (VT) ثم (TR).

٩. أظهر اختبار دالة الاستجابة لردة الفعل (IRF) أن أي تغير مفاجئ في عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) يحدث أثر ايجابي على متغيرات كل من الرقم القياسي لأسعار الأسهم (SPI) وحجم التداول (VT) ومعدل دوران الأسهم (TR). وهذا ما يدعم فرضية الدراسة.

١٠. إن نتائج هذه الدراسة تتفق مع نتائج معظم الدراسات السابقة المتعلقة بتأثير عرض النقود على أداء أسواق رأس المال.

١١. نظرا لإمكانية تحقيق أرباح غير عادية لفترة طويلة من قبل بعض المستثمرين من خلال استخدامهم لمعلومات عرض النقود، فإنه يمكن الاستنتاج بأن سوق عمان المالي لا يتمتع بالكفاءة عند صيغتها شبة القوية، والتي تفترض بأن أسعار الأسهم تعكس كافة المعلومات المتاحة من الأصل بما فيها عرض النقود، لذلك فهي تفترض عدم وجود علاقة بين هذين المتغيرين.

٥- ٢ التوصيات

وفي ظل النتائج أعلاه، فإن هذه الدراسة يمكن أن تقدم توصيتين يمكن إيجازهما فيما يلي:

١. ضرورة الاهتمام بكل ما من شأنه رفع مستوى كفاءة سوق عمان المالي، لأن كفاءة الأسواق المالية وتنظيمها تؤثران بصورة ايجابية على النمو الاقتصادي الشامل داخل البلد، كتشديد الرقابة على الشركات المدرجة، والتأكد من التزام هذه الشركات بمعايير الإفصاح وفق المعايير الدولية، وعدم تأخيرها للقوائم المالية اللازمة، وأنها تقدم كافة المعلومات المطلوبة منها التي تفيد المستثمرين وتزيد من ثقتهم في السوق وتخلق لهم المناخ الملائم للاستثمار، بالإضافة إلى توفير البورصة لكافة المعلومات الضرورية لأولئك المستثمرين، وكذلك التركيز على زيادة الوعي الاستثماري للمستثمرين أنفسهم، ليكون لديهم الكفاءة والخبرة التي تمكنهم من التنبؤ بالأرباح المستقبلية، وغيرها من العوامل الأخرى والتي ترفع مستوى كفاءة السوق.

٢. إيلاء السياسة النقدية أهمية من قبل صانعيها، لاعتمادها على أحد أهم المتغيرات الاقتصادية وهو عرض النقود، تلك السياسة التي تلعب دورا فاعلا في التأثير على حركة أسعار الأسهم، وحجم التداول، ومعدل دوران الأسهم، لذلك ينبغي على البنك المركزي أن يأخذ بعين الاعتبار الآثار الناجمة عن التغير في عرض النقود على سوق رأس المال عند صياغته لأية قرارات تتعلق بالسياسة النقدية، وبما يتماشى مع تقدم وتطور أداء السوق.

المراجـــع

أ. المراجع العربية

الكتب

* أبو موسى، رسميه، الأسواق المالية والنقدية، عمان- الأردن، دار المعتز، الطبعة الأولـــى، ٢٠٠٥م، ص ٢٣، ٩٠.

* بني هاني، حسين، الأسواق المالية، طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، اربــد- الأردن، دار الكندي، الطبعة الأولى، ٢٠٠٢م، ص ٣-٥، وص ١٤٩.

* خريوش، حسني علي/ ارشيد، عبد المعطي رضا/ جودة، محفــوظ أحمــد، إدارة المحـــافظ الاستثمارية، عمان- الأردن، الشركة الدولية للتجهيزات والخدمات الهندسية والمكتبية، الطبعـــة الأولى، ١٩٩٥م، ص ١٨، ٣٠.

* الداغر، محمود محمد، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، عمان، الأردن، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، ٢٠٠٥م.

* الدسوقي، إيهاب إبراهيم، اقتصاديات كفـــاءة البورصـــة، المفـــاهيم الأساســـية للاســـتثمار والبورصة- البورصة المصرية والأمريكية، القاهرة- مصر، دار النهضة العربية، الطبعة بلا، ٢٠٠٠م، ص ٨، ٩٧، ١١٠.

* رضوان، سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتــصادية، القاهرة- مصر، مكتبة المعهد، الطبعة الأولى، ١٩٩٦م، ص٥٨، ٨٨.

* الزبيدي، حمزة محمود، الاستثمار في الأوراق المالية، عمان- الأردن، مؤســـسة الـــوراق للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ٢٠٠١م، ص ٧٨، ١٣٦، ١٨٥.

* سويلم، محمد، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، القاهرة- مصر، الشركة العربية للنشر والتوزيع، ١٩٩٢م، ص ٣٤٦.

* الشديفات، علي إبراهيم / عبد الجواد، محمد عوض، الاستثمار في البورصة (أسهم، سندات، أوراق مالية)، عمان- الأردن، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ٢٠٠٦م، ص ١١.

* الشواوره، فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية/ الأسس النظرية والعملية، عمان- الأردن، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، ٢٠٠٨م، ص٥٩، ٢١٨- ٢٢١.

* عطية، عبد القادر محمد عبد القادر، الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الإسكندرية- مصر، الدار الجامعية، الطبعة الثانية، ١٩٩٨م، ص ٦١١، ٦٢٥- ٦٣١.

* العيسى، نزار سعد الدين / قطف، إبراهيم سليمان، الاقتصاد الكلي مبادئ وتطبيقات، عمان- الأردن، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ٢٠٠٦م، ص ٢٨٣- ٢٨٤.

* معتوق، سهير محمود، الاتجاهات الحديثة في التحليل النقدي، القاهرة- مصر، الدار المصرية اللبنانية، الطبعة الأولى، ١٩٨٨م، ص ١٨٢- ١٨٨.

* هندي، منير إبراهيم، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار/ سلسلة الأسواق المالية، عمان- الأردن، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، ١٩٩٣م، ص٣١.

* الوزني، خالد، قضايا أردنية معاصرة: الاقتصاد، الإدارة، المعلوماتية، التربية والتعليم، الصحة، التنمية الاجتماعية، المرأة، الثقافة، عمان، الأردن، مؤسسة عبد الحميد شومان، ٢٠٠١م، ص ١٨.

* الوطيان، محمد، المدخل إلى أساسيات الاستثمار، الصفاة- الكويت، مكتبة الفلاح للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، ١٩٩٠م، ص ٤٤.

* يونس، محمود / الوصال، كمال أمين / مبارك، عبد المنعم، اقتـــصاديات: نقـــود وبنـــوك وأسواق مالية، الإسكندرية- مصر، الدار الجامعية، ٢٠٠٤م، ص٧٧، ٨٩.

* يونس، محمود / مبارك، عبد المنعم، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الإســكندرية- مصر، الدار الجامعية، ٢٠٠٣م، ص ١٤٠.

الدراسات

* أبو تركي، معدل دوران أسهم سوق الدوحة للأوراق المالية، نهاية شـــهر أكتـــوبر ٢٠٠٦، منتديات شبكة الأسهم القطرية، على شبكة الانترنت:

http://www.qatarshares.com/vb/attachment.php?attachmentid=7078&d=1161899861

* ارشيد: عبد المعطي، محددات أسعار الأسهم في بورصة عمان، البصائر، جامعة البتـــراء، عمان- الأردن، المجلد ٨، العدد ٢، ٢٠٠٤م، ١٩٧- ٢١٨.

* آل درويش، هانم رجب، ٢٠٠٨م، محددات الدخل السياحي فـــي الأردن للفتـــرة (١٩٧٥-٢٠٠٥)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الأردن.

* البازعي: حمد بن سليمان، سوق الأسهم السعودي والسياسة النقدية، مجلة العلوم الاجتماعية، جامعة الكويت، الكويت، المجلد ٢٦، العدد ٢، ١٩٩٨.

* بدري: صباح صالح / خوري: رتاب سالم، دراسة تحركات أسعار الأسهم في سوق عمـــان المالي باستخدام النماذج القياسية، دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عمـــان- الأردن، المجلد ٢٤، العدد ١، ١٩٩٧م، ٢١٤- ٢٢٦.

* الجاعوني، سامر. (٢٠٠٧). قضايا اقتصادية: أثر السياسة النقدية والتضخم علـــى الـــسوق المالي. منتديات أسهم الدوحة، على شبكة الانترنت: ads@ Doha- shares. com .

* الحوشان: حمد بن محمد، الإنفاق الحكومي وتأثيره على الإنفاق الاستهلاكي الخاص، دراسة قياسية. دراسات اقتصادية: السلسلة العلمية لجمعية الاقتصاد السعودية، المجلد (٤)، العدد (٧)، ٢٠٠٢، ١- ٣٥.

* خطيب: فوزي / شرع: منذر، سوق عمان للأوراق المالية ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية: دراسة قياسية. أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، اربد- الأردن، المجلد ١٠، العدد ٣، ١٩٩٤م، ٣٧١- ٣٩٠.

* خوري: رتاب / غرايبه: هشام، الأسواق المالية في الدول النامية: تطوراتها وأهميتها. أبحاث اليرموك: سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، جامعة اليرموك، اربد- الأردن، المجلد ١٠، العدد ٣، ١٩٩٤م، ٤٢٥- ٤٤٩.

* الرفاعي: محمود فلاح،١٩٩٩م، أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم وحجم التداول في سوق عمان المالي (١٩٧٨- ١٩٩٧). رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة آل البيت، الأردن.

* زعبي: بشير، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة ١٩٧٨- ١٩٩٨. دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، عمان- الأردن، المجلد ٢٧، العدد ٢، ١٩٩٨، ٣٢١- ٣٣٠.

* سلامه: راشد محمد، التنبؤ بأسعار الأسهم المتداولة في سوق عمان المالي، البصائر، جامعة البتراء، عمان- الأردن، المجلد ١، العدد ٢، ١٩٩٧م، ٢٠١- ٢٢٠.

* سليمان: أميرة حسب الله، محددات الاستثمار في سوق الأوراق المالية العربية، شؤون عربية، الأمانة العامة لجامعة الدول العربية، القاهرة- مصر، المجلد بلا، العدد ١١٩، ٢٠٠٤م، ١٥١- ١٦٨.

* سوق عمان المالي، التقارير السنوية للأعوام ١٩٨٠، ١٩٨١، ١٩٨٦، ١٩٨٨، ١٩٨٩، ١٩٩٠، ١٩٩١، ١٩٩٤، ١٩٩٦، ١٩٩٧، ١٩٩٨.

* الطراونه، محمد أحمد، ٢٠٠٤م، محددات الطلب على الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، للفترة (١٩٧٨- ٢٠٠٢)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة مؤتة، الأردن.

* عبد جاسم، عبد الرسول. (٢٠٠٦). سوق الأوراق المالية الدولية بين الاستثمار والاستئثار. مركز المستقبل للدراسات والبحوث، على شبكة الانترنت: www. m c s. net .

* الفيومي: نضال أحمد، استقصاء تجريبي لأثر نصف الشهر في بورصة عمان، المنارة للبحوث والدراسات، جامعة آل البيت، المفرق- الأردن، المجلد ١٠، العدد ٢، ٢٠٠٤م، ٣١٥- ٣٣٢.

* قدومي: ثائر، أثر التحول لنظام التداول الالكتروني على الكفاءة التشغيلية أو أداء بورصة عمان للأوراق المالية: دراسة تحليلية للفترة (١٩٩٨- ٢٠٠٣)، البلقاء للبحوث والدراسات، جامعة عمان الأهلية، عمان- الأردن المجلد ١١، العدد ٢، ٢٠٠٦م، ٧٣- ١١٨.

* قطروز: وائل محمد تحسين، (٢٠٠٣/ ٢٠٠٤)، الاستثمار الأجنبي في سوق عمان المالي، ايجابياته وسلبياته، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد- الأردن.

* كبيه: محمد كبيه / عبيدو: أميرة محمد عاكف، النظرية الحديثة للمحافظ الاستثمارية وإمكانية تطبيقها على سوق الأسهم السعودية، الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة، الرياض- السعودية، المجلد (٣٩)، العدد (٢)، ١٩٩٩م، ٣٩١- ٤٣٤.

* مقابله: علي حسين / برهومه: سمير فهمي، كفاءة سوق عمان المالية- قطاع البنوك عند المستوى الضعيف، الإدارة العامة، معهد الإدارة العامة، الرياض- السعودية، المجلد ٤١، العدد ٤، ٧٤٧- ٧٧٤.

* موقع بورصة عمان الالكتروني (www.ase.com.jo)

* موقع البنك المركزي الالكتروني (www.cbj.gov.go)

* هيئة الأوراق المالية، التقارير السنوية للأعـوام ١٩٩٩، ٢٠٠٠، ٢٠٠١، ٢٠٠٢، ٢٠٠٤، ٢٠٠٥، ٢٠٠٦.

* هيلات: بشار علي حسن، (٢٠٠٣/ ٢٠٠٤)، كفاءة واستقرار سوق عمان المـالي للفتـرة (١٩٩٣- ٢٠٠٣)، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد- الأردن.

* وهيب، وائل، ٥ عوامل أساسيه مؤثرة في سوق الأسهم السعودية، منتديات أعمال الخليج، على شبكة الانترنت، The GulfBiz.com.

ب. المراجع الأجنبية

الكتب

* Besley, Scott & Brigham, Eugene F. (2000), Essentials Of Managerial Finance, Twelfth Edition, The Dryden Press: A Division Of Harcourt College Publishers, p. 645.

* Gitman, Lawrence J. & Joehnk, Michael (1998), Fundamentals of Investing, Seventh Edition, An Imprint of Addison Wesley Longman, Inc., p. 19- 21, 181- 182.

* Haugen, Robert A., (2001) Modern Investment Theory, Fifth Edition, Prentice Hall International, Inc, Upper Saddle River, New Jersey, U.S.A., p. 575.

* Jack Johnston & John Dinardo (1997), Econometric Methods, Fourth Edition, Mcgrao- hill, p. 287.

الدراسات

* Al-Sharkas, Adel. The Dynamic Relationship between Macroeconomics and the Jordanian Stock Market. International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies, Vol. 1-1, 97-114, 2004.

* Bordo, Michael D. & Wheelock, David C., Monetary Policy and Asset Prices: A Look Back At Past U. S. Stock Market Booms, Federal Reserve Bank of Saint Louis Review, November/ December 2004, 86(6), PP 19- 44.

* Chen, Shiu- Sheng. 2005. Does Monetary Policy Have Asymmetric Effects on Stock Returns?, from:
http://economics.sbs.ohio-state.edu/jmcb/jmcb/05090/05090.pdf

* Ibrahim, Mansor H. & Yusoff, Wan Sulaiman Wan. Macroeconomic Variables, Exchange Rate and Stock Price: A Malaysian Perspective, IIUM Journal of Economics and Management, Volume 9, No. 2, 2001.

* Ioannidis, Christos & Kontonikas, Alexandros. 2006. The Impact of Monetary Policy on Stock Prices, from:
http://www.gla.ac.uk/media/media_22182_en.pdf

* Maskay, Biniv, Analyzing the Effect of Change in Money Supply on Stock Prices, from:
http://www2.iwu.edu/economics/PPE15/ppe2007p72-79.pdf

* Naka, Astuyuki, Mukherjee, Tarun & Tufte, David., 1998. Macroeconomic variables and the performance of the Indian stock market, from:
http://search.yahoo.com/search?p=MACROECONOMIC+VARIABLES+AND+THE+PERFORMANCE+OF&fr=yfp-t-501&toggle=1&cop=mss&ei=UTF-8

ملحق (أ)

عرض النقود بمفهوميه الضيق (M1) والواسع (M2) خلال الفترة (١٩٧٨- ٢٠٠٦)، (بالمليون دينار)

السنة	عرض النقود (M1)	عرض النقود (M2)
1978	375.4	606.7
1979	472.7	773.1
1980	594.8	984.8
1981	701.7	1179.9
1982	787.5	1403.3
1983	869.4	1615.2
1984	878.4	1757.7
1985	848.2	1874.8
1986	897.1	2072.4
1987	979.8	2372.2
1988	1181.4	2646.8
1989	1326.5	2971.1
1990	1432.8	3122.6
1991	1600.4	3717.5
1992	1716.1	4193.0
1993	1730.1	4481.8
1994	1746.2	4841.5
1995	1745.6	5159.8
1996	1539.2	5175.3
1997	1642.4	5576.6
1998	1613.9	6026.3
1999	1777.1	6747.6
2000	2026.7	7434.7
2001	2119.7	7866.1
2002	2316.2	8419.1
2003	2919.8	9465.7
2004	3192.9	10571.4
2005	4061.3	12364.0
2006	4566.5	14109.7

المصدر: الموقع الالكتروني للبنك المركزي

Abstract

Al-Rabba', Mohammad Ibrahim. The effect of Money Supply on Amman Stock Exchange Performance. Master thesis, Yarmouk University, 2008.

Due to the difference between monetary portfolio and semi-strong efficient market form in explaining the effect of money supply on stock markets, this study aims at investigating the nature of the relationship between money supply on one hand and stock prices, value of trade size, and turnover ratio on the other hand in Amman Stock Exchange market through the period 1978 – 2006.

The significance of this study stems from its test of the stationarity of the variables employed in time series in the course of time by using vector autoregression model (VAR); besides it uses a new dependant variable (turnover ratio).

The study showed that there is a positive short-run relationship between money supply, both the narrow (M1) and the broad (M2) on one hand, and the stock exchange variables on the other hand.

Because of the response of stock prices to money supply, it can be inferred that it is possible for investors to use money supply information to get unusual profits, which indicates that Amman Stock Exchange is not efficient at semi-strong efficient market form.

The study recommends monetary policy makers to take into consideration the effects caused by changes of money supply on Amman Stock Exchange performance, and to make their decisions in this regard in accordance with the development and progress of Amman Stock Exchange.

Key words: Money supply, General Weighted Price Index, Value of trade size, Turnover Ratio, and Vector Autoregression Model.